

軟體產業

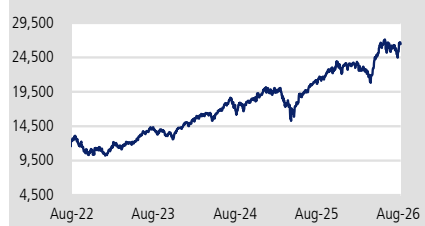
電商 & O2O

焦點內容

1. 自駕發展：商用持續加速，監管與供給同步推進。
2. UBER：外送業務持續加速，乘車動能回穩。
3. DASH：美國餐飲成長加速，會員支撐新垂直擴張。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Uber Technologies Inc	UBER US	78	67	67	90
DoorDash Inc	DASH US	46	25	53	47

資料來源：Refinitiv、凱基

外送需求優於乘車，Robotaxi 監管與供給同步推進

重要訊息

O2O 領導平台 Uber(UBER US)及 DoorDash(DASH US)公佈 2Q26 財報。

評論及分析

自駕發展：商用持續加速，監管與供給同步推進。 本季 Waymo、Tesla 及 Zoox 皆持續擴大無人駕駛及付費營運，監管環境亦同步推進，顯示 Robotaxi 商用化進程持續加速，後續仍需關注資本投入強度及自駕車業者自建平台對既有平台競爭格局的影響，焦點：(1) **法規面** NHTSA 6M26 啟動 FMVSS 修訂，提議取消自駕車人工煞車踏板要求；(2) **Waymo** 6M26 車隊規模達 3.8k 輛，單月新增 47 輛，部署速度略放緩，惟其將於 San Diego 及 Las Vegas 等地啟動無安全員營運；(3) **Tesla** 7M26 將無安全員 Robotaxi 擴至 Orlando 及 Tampa，合計已 6 個都會區，Cybercab 亦已進入量產及公開道路測試階段；(4) **Zoox** 7M26 取得美國首個無方向盤及踏板 Robotaxi 商業部署豁免，未來 2 年每年最多可部署 2.5k 輛，8M26 並於 Las Vegas 正式啟動付費服務；(5) **Uber** 平台 AV 行程量滲透率仍低於 0.5%，對乘車業務影響有限，AV 合作夥伴已 30+家，規劃未來數年投入 US\$10bn 於 AV 股權投資及車隊營運，並承諾數年內部署 120k+輛自駕車，策略由輕資產媒合轉向主動確保 Robotaxi 供給。

UBER：外送業務持續加速，乘車動能回穩。 **UBER** 2Q26 營收/EBITDA/總訂單金額皆大致符合預期，外送營收/訂單金額分別大致符合/優於預期 2% (vs. 乘車低於預期 4%/大致符合)，展望財測，3Q26 EBITDA/調整後 EPS/訂單金額皆大致符合預期；美國乘車行程量與訂單金額成長均較上季加速，係受保險成本節省再投資、產品創新及低密度市場拓展帶動，World Cup 亦有正面貢獻，巴西市場因兩輪車供給競爭激烈使成本上升及行程量承壓，外送方面，訂單金額固定匯率年增 25%較上季加速 2ppts，受美國及國際市場成長加速及所有品類市占提升，Grocery & Retail 已達 US\$15bn 年化總訂單金額，連續多季年增 40%，廣告年化營收 run-rate 已達 US\$2.5bn+ 年增 50% (vs.4Q25 US\$2bn)。

DASH：美國餐飲成長加速，會員支撐新垂直擴張。 **DASH** 2Q26 營收/EBITDA 優於預期 3%/8%，訂單金額大致符合預期，展望 3Q26 財測，訂單金額/調整後 EBITDA 分別大致符合/優於預期 5%；排除 Deliveroo 後訂單金額/交付量年增 23%/17%(vs.上季放緩 1ppts/加速 1ppts)，美國餐飲業務成長較上季加速，係受 DashPass 付費用戶成長達近 2 年高點、selection 與產品品質持續改善，以及新客需求維持強勁，Gross & Retail 成長高於餐飲外送，且美國有 75%訂單由 DashPass 會員貢獻，管理層預期 3Q26 take rate 將持平，4Q26 則因 Dasher 成本季節性上升而略降。

投資建議

凱基維持 DASH「增加持股」與 UBER「持有」評等，世界盃催化劑及旅宿訂房數據顯示乘車及外送需求穩健無虞，惟平台 AVs 部署加速或 AI 帶動單位經濟顯著提升，方才有助評價回升。

投資風險

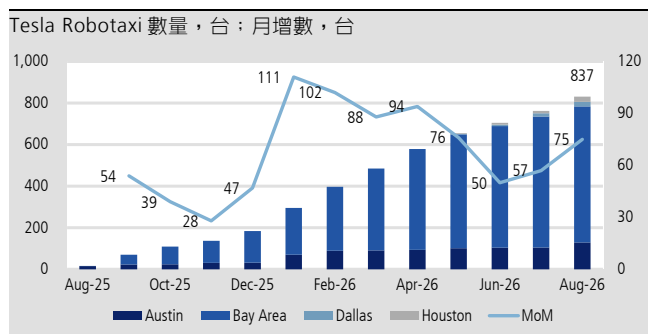
消費動能走緩/經濟大衰退、競爭加劇、用戶習慣改變、法規及匯率巨變。

圖 1: 凱基財測暨目標價調整

	KGI forecast		Chg. (%; pts)		Rating	Shr px (US\$)	Mkt cap (US\$bn)	Target price				Multiple	
	2026	2027	2026	2027				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
Uber													
Revenue (US\$mnn)	57,997	67,046	(0)	(0)	N	79	160	90	15	85	6	FY27 14x EV/EBITDA 2yr -1std	FY26 17x EV/EBITDA 2yr -1std
Gross profit (US\$mnn)	25,587	29,189	5	1									
Operating profit (US\$mnn)	8,792	10,830	3	(2)									
EBITDA (US\$mnn)	11,524	13,793	4	2									
Net income (US\$mnn)	6,856	9,414	2	6									
EPS (US\$)	3.12	4.55	2	5									
DoorDash													
Revenue (US\$mnn)	17,805	21,296	1	(1)	OP	212	92	270	27	190	42	FY27 24x EV/EBITDA 2yr avg.	FY26 22x EV/EBITDA 2yr -1std
Gross profit (US\$mnn)	9,355	11,157	1	(0)									
Operating profit (US\$mnn)	1,099	2,042	1	0									
EBITDA (US\$mnn)	3,686	4,854	1	2									
Net income (US\$mnn)	1,156	1,933	1	(2)									
EPS (US\$)	2.63	4.39	3	(1)									

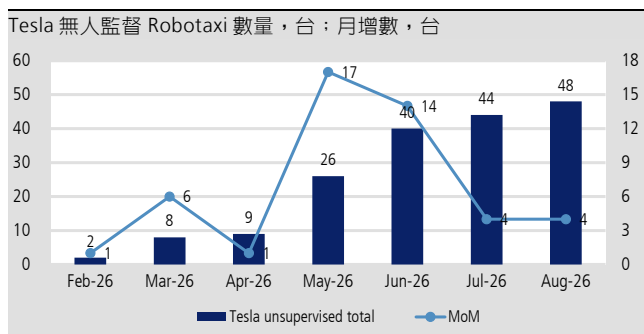
資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: Tesla 本季 Robotaxi 部署速度略有回升



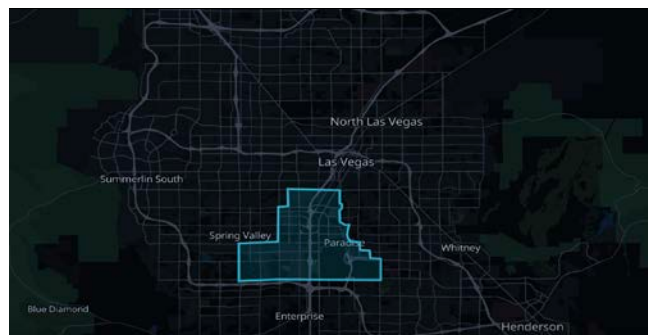
資料來源: Robotaxi Tracker; 凱基

圖 3: Tesla 無人安全車隊規模相對仍小



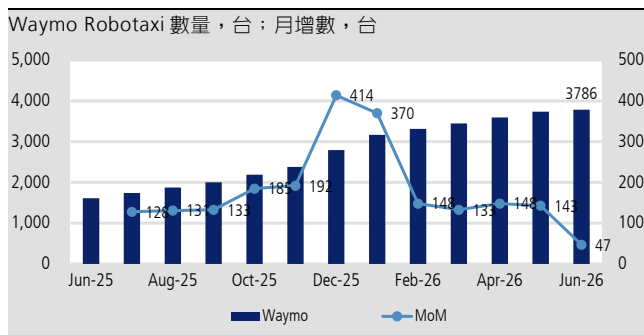
資料來源: Robotaxi Tracker; 凱基

圖 4: Zoox 8M26 正式在 Las Vega 對 Robotaxi 收費



資料來源: Robotaxi Tracker; 凱基

圖 5: Waymo Robotaxi 部署速度略為放緩



資料來源: Robotaxi Tracker; 凱基

Uber 財報會議摘要

- Uber 公布 2Q26 財報, 營收/調整後 EBITDA/訂單金額皆僅大致符合預期, 總訂單金額固定匯率年增 22%較上季加速 1ppts, 惟總行程量年增 18%較上季放緩 2ppts, 且管理層計畫未來數年投入 US\$10bn+支持 AV 商業化, 引發市場對資本投入及短期獲利回收的疑慮。
- 財測方面, 3Q26 總訂單金額 US\$59.3bn、年增 19%, 大致符合預期, 調整後 EBITDA US\$2.9bn、年增 29%, 大致符合預期, 調整後 EPS US\$0.86 年增 26%, 大致符合預期。
- 乘車業務: 1)乘車訂單金額 cc 年增 20%(vs.上季持平), 美國總行程量與訂單金額成長均較上季加速, 係受保險成本節省再投資、產品創

新及低密度市場拓展帶動，World Cup 亦有正面貢獻；2)乘車營收低於預期 4%，係 take rate 季減 0.4ppts 至 25.4%影響其表現偏弱；3)巴西因 DiDi Food、Meituan 及 iFood 爭奪兩輪車供給，使供給成本上升及乘車行程量承壓，UBER 將部分消費者補貼轉向供給端，但市占仍穩健且二輪車利潤率較低，對整體獲利影響有限；4)Uber for Business 年增 40%，Uber Health 成長更快，顯示企業及醫療乘車需求維持強勁；5)美國低密度市場過去 12 個月滲透率不到 10%，相較高密度市場逾 50%，且低密度市場的乘車及外送成長更快、利潤率亦維持健康。

- 外送業務：1)外送訂單金額 cc 年增 25%(vs.上季加速 2ppts)，係受美國及國際市場有機成長加速，且所有大型市場品類市占均提升；2)Grocery & Retail 已達 US\$15bn 年化總訂單金額，連續多季維持 40%年增；3) Uber One 會員目前貢獻 70%+的外送總訂單金額，兩年已提升 20ppts；4)廣告年化營收 run-rate 已達 US\$2.5bn+ 年增 50%(vs.4Q25 為 US\$2bn)；5)AI Cart Builder 建立的購物車金額通常約為一般購物車的 2 倍，有助提升平均訂單金額及轉換率；6)3Q26 將完全消化 Trendyol Go 併購基期，Getir 及 Careem 新增貢獻規模較小，因此訂單金額及 trips 成長將面臨併購淨逆風，惟外送業務持續加速。
- AI & 自駕車布局：1)AV 已於 7 個城市上線，維持 2026 年底進入 15 個城市的目標，合作車輛每日可完成 20-30 次行程量；2)AV 每週行程僅數十萬次，相較 Uber 全平台 300mn 次/週，行程量滲透率低於 0.5%，對整體乘車業務影響仍有限；3)公司規劃多年投入 US\$10bn 支持 AV 商業化，並承諾未來數年部署 120k+輛 AV。
- 關注焦點：1)Uber 擬收購 Delivery Hero，合併後服務範圍將擴大至近 100 個市場，若交易 2H27 完成，將在 2028 年進行規劃與開發，2029 年執行主要平台遷移；2)2Q26 約投入 US\$4bn 購買 Delivery Hero 股票，2026 年截至目前已回購約 US\$3.5bn，公司長期目標為將約 50% FCF 用於回購，預計未來數月逐步恢復回購規模。

圖 6: UBER 2Q26 財報及 3Q26 財測暨市場共識比較

UBER US US \$mn	2Q26						3Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	14,191	14,246	(0)	7	12							
Mobility	7,363	7,669	(4)	8	1							
Delivery	5,245	5,234	0	3	28							
Freight	1,583	1,313	21	18	26							
Key metrics												
MAPC	208	207	0	5	16							
Trips	3,867	3,902	(1)	6	18							
Monthly Trips per MAPC	19	19	(1)	2	2							
Gross Bookings	58,022	57,174	1	8	24	57,000	2	59,250	59,323	(0)	2	19
Mobility	28,988	28,939	0	10	22							
Delivery	27,463	26,974	2	6	26							
Freight	1,571	1,315	19	18	25							
Take rate (%)												
Mobility	25.4	26.5	(1.1)ppts	(0.4)ppts	(5.3)ppts							
Delivery	19.1	19.4	(0.3)ppts	(0.4)ppts	0.2 ppts							
Total	24.5	24.9	(0.5)ppts	(0.1)ppts	(2.6)ppts							
Gross profits	6,381	6,138	4	10	27							
Operating income	2,143	2,111	2	14	40							
Mobility	2,215	2,140	4	9	28							
Delivery	1,055	1,059	(0)	10	38							
Freight	(24)	(24)	-	-	-							
EBITDA	2,819	2,785	1	14	33	2,750	3	2,910	2,884	1	3	29
Net income	1,652	1,671	(1)	11	29							
EPS (US\$)	0.81	0.81	0	13	27	0.80	1.3	0.86	0.86	0	6	26
Gross margin (%)	45.0	43.1	1.9 ppts	1.2 ppts	5.1 ppts							
OP margin (%)	15.1	14.8	0.3 ppts	0.8 ppts	3.0 ppts							
Mobility	30.1	27.9	2.2 ppts	0.2 ppts	6.4 ppts							
Delivery	20.1	20.2	(0.1)ppts	1.2 ppts	1.4 ppts							
Freight	(1.5)	(1.8)	0.3 ppts	0.7 ppts	0.5 ppts							
EBITDA margin (%)	19.9	19.6	0.3 ppts	1.1 ppts	3.1 ppts							
Net margin (%)	11.6	11.7	(0.1)ppts	0.3 ppts	1.5 ppts							

資料來源：Bloomberg；凱基

DoorDash 財報會議摘要

- DASH 公佈 2Q26 財報，營收優於預期 3%且 3Q26 調整後 EBITDA 財測優於預期 5%；財測方面，3Q26 Marketplace GOV US\$33.5bn、年增 34%，大致符合預期，調整後 EBITDA US\$1bn、年增 36%，優於預期 5%。
- 核心業務：1) Marketplace GOV 年增 36%較上季放緩 1ppts，大致符合預期，排除 Deliveroo 後 GOV/總訂單交付量年增 23%/17%較上季放緩 1ppts/加速 1ppts；2) 美國餐飲業務成長較上季加速，係受 DashPass 付費用戶成長達近 2 年高點、selection 與產品品質持續改善，以及新客需求維持強勁；3) Grocery & Retail 成長高於餐飲外送，美國 Grocery & Retail 有 75% 訂單為 DashPass 會員貢獻；4) DashMart Fulfillment Services 透過近 24/7 倉儲及自營庫存帶來增量需求，錯誤率改善 10 倍，目前在多數城市僅覆蓋 1/10 可配送的零售與生鮮 selection，仍具擴張空間；5) Deliveroo 訂單量、MAU 及訂閱成長均達近數年高點且單位經濟改善，Wolt+ 付費訂戶成長創紀錄，Wolt 毛利與 contribution profit 亦年增改善；6) take rate 季增係因 2Q26 Dasher 成本季節性下降，管理層預期 3Q26 與 2Q26 大致持平、4Q26 因 Dasher 成本季節性上升而略降。
- 關注焦點：1) DoorDash Ask 可在 2 分鐘內建立 grocery cart，公司透過模型、使用上限及既有團隊預算控管 AI 成本，並表示 AI 已帶來生產力提升；2) 管理層認為 DoorDash Ask 可帶動更多訂單且不會削弱廣告變現，外部 Agentic 合作夥伴目前導流量仍低；3) Dot 已在 Phoenix 以非固定路線服務數萬名客戶，autonomous delivery platform 可協調人類 Dasher、AV 與空中配送並沿用商戶既有

DoorDash 整合； 4)Global tech stack 仍在建置，初期已帶來搜尋轉換率及客服自動化改善，目標是部署至 41 個市場，預期明年初可看到更多效益，並將相關效率改善持續再投資於自動配送、全球技術平台及商戶服務。

圖 7: DASH 1Q26 財報及 2Q26 財測暨市場共識比較

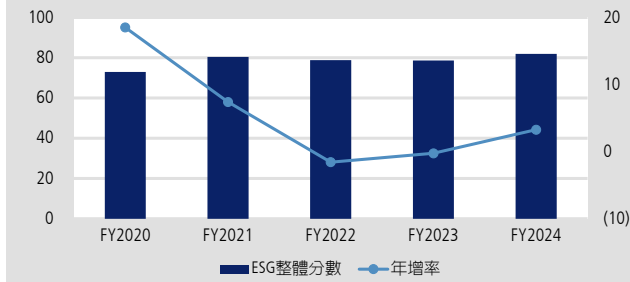
DASH US US \$mn	2Q26						3Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	4,454	4,340	3	10	36							
Key metrics												
Total orders (mn)	970	968	0	4	27							
Marketplace GOV (US \$mn)	33,078	33,042	0	5	36	32,900	1	33,500	33,447	0	1	34
GOV per order (US \$)	34.1	34.1	(0)	1	7							
Gross profits	2,416	2,249	7	15	41							
Operating income	156	193	(19)	3	(4)							
Adjusted EBITDA	914	843	8	21	40	820	11	1,025	980	5	12	36
GAAP Net income	200	208	(4)	9	(30)							
GAAP EPS (US \$)	0.46	0.48	(4)	10	(29)							
Gross margin (%)	54.2	51.8	2.4 ppts	2.3 ppts	2.0 ppts							
OP margin (%)	3.5	4.4	(0.9)ppts	(0.2)ppts	(1.5)ppts							
EBITDA margin (%)	20.5	19.4	1.1 ppts	1.8 ppts	0.6 ppts							
Net margin (%)	4.5	4.8	(0.3)ppts	(0.1)ppts	(4.2)ppts							

資料來源：Bloomberg；凱基

Uber (UBER US)

圖 8：Uber – ESG 整體分數

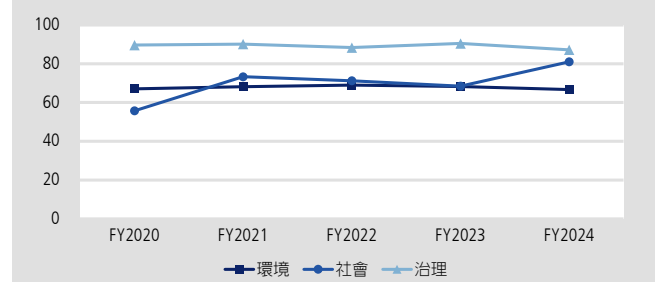
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Uber – ESG 各項分數

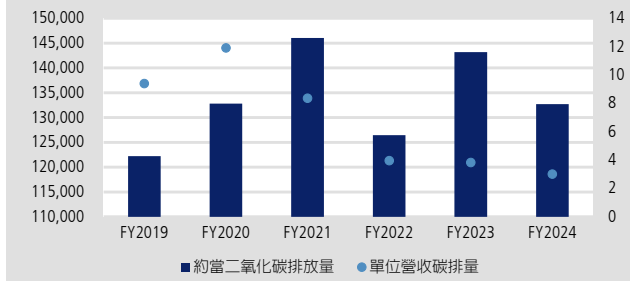
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Uber – 碳排量

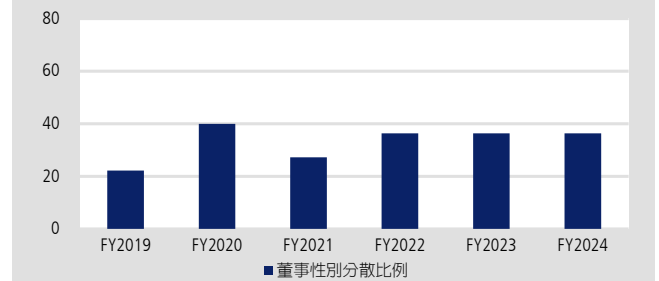
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Uber – 董事性別多樣性

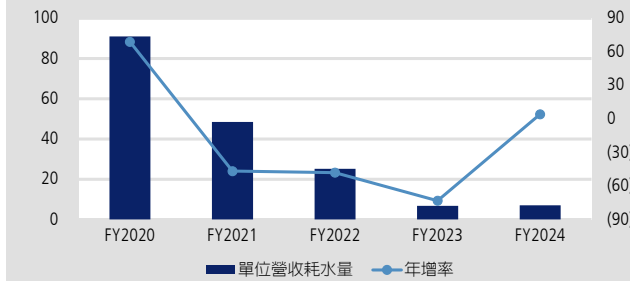
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Uber – 耗水量

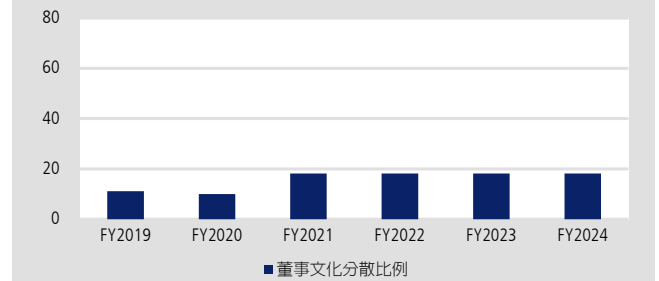
耗水量，立方公尺 (左軸)；單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Uber – 董事文化多樣性

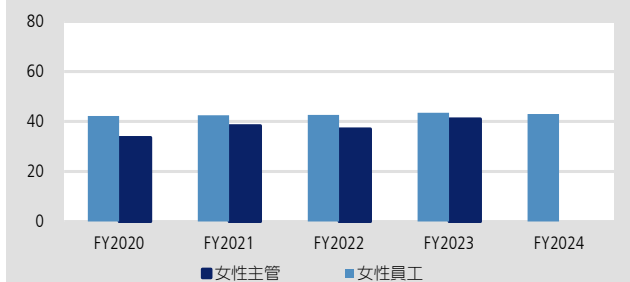
董事文化分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Uber – 性別多樣性

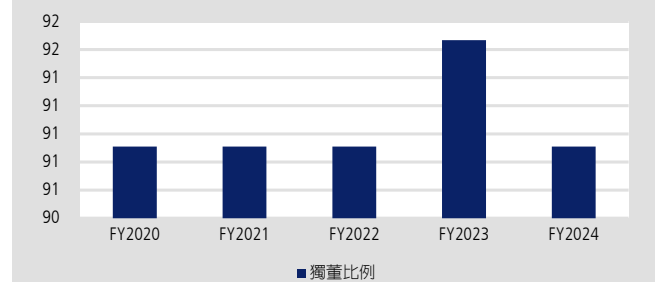
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Uber – 獨立董事

獨立董事佔比，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

凱基證券集團據點

中國	上海	上海紅寶石路 500 號東銀中心 A 座 2703B-2704 室 郵政編號：201103
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 Jakarta Selatan 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)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	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。
未評等 (R)	
	*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内部研究活動。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。