

## 軟體產業：電商 & O2O

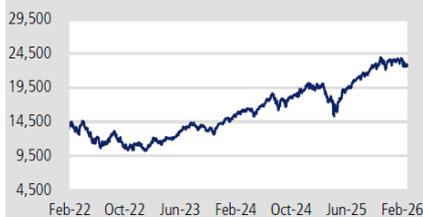
### 自駕擴張/AI Coding 重塑平台價值? 外送端較具備護城河

#### 焦點內容

1. 自駕發展：新技術加速產業滲透，FY26 仍為投資期。
2. UBER：外送及美國乘車需求延續，自駕佈局成焦點。
3. DASH：新垂直業務毛利及國際單位經濟 2H26 轉正。

#### 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

#### 重要訊息

O2O 領導平台 Uber(UBER US)及 DoorDash(DASH US)公佈 4Q25 財報。

#### 評論及分析

**自駕發展：新技術加速產業滲透，FY26 仍為投資期。** FY26 自駕技術賦能 O2O 平台經濟的投資期，雖需待規模化後效益才會更明確但非顛覆性，焦點：(1)自駕乘車競爭明顯升溫，TSLA Robotaxi 車隊部署速度自年初起加快(目前數量近 400 台季增 129%)，UBER 管理層指出將在 FY26 底前擴張至 15 個城市，以多合作夥伴、多城市投資部署降低競爭壓力，與 Nvidia 合作打造真實世界資料收集工廠，目標收集超過 300 萬小時數據；(2)自駕配送亦處投資早期，DASH 持續採多方合作加自研 Dot 部署，現已擴張至 7 個城市，管理層表示 FY26 將聚焦可商用情境；(3)法規方面 2M26 《SELF DRIVEAct》推進審議程序，若後續成功立法可望降低 Robotaxi 跨州部署的州法規碎片化阻力，惟立法與落地仍需時間仍未定；(4)The 2028 Global Intelligence Crisis(Citrini Research)指出 vibe-coding 大幅降低外送 App 開發門檻，並可提高配送費回饋吸引外送員，同時透過多平台整合讓消費者端 Agent 可跨平台比價，增加平台透明度進而壓縮利潤空間，我們認為 O2O 平台護城河在於餐廳網路(地推與獨家)、調度、履約能力(網路效應)及客服等而非 App 平台，難以憑空崛起(可參照抖音外賣/京東秒送經驗)。

**UBER：外送及美國乘車需求延續。** UBER 4Q25 總訂單金額/調整後 EBITDA 利潤率皆大致符合預期，外送營收/訂單金額優於預期 3%/3% (vs. 乘車皆大致符合預期)，財測方面，1Q26 訂單金額優於預期 3%，EBITDA 大致符合預期，乘車業務方面，美國需求延續且保險成本下降帶動成長加速，FY26 可望持續透過價格改善來推動需求，外送業務方面，成長加速主要來自供給選擇擴張與低密度區域滲透提升，Uber one 會員貢獻已近總訂單金額 50%，且 MAPC 滲透率仍有上行空間。

**DASH：新垂直業務毛利及國際單位經濟 2H26 轉正。** DASH 4Q25 訂單金額及調整後 EBITDA 利潤率分別大致符合預期/優於預期 0.5ppts，財測方面，1Q26 訂單金額大致符合預期，調整後 EBITDA 低於預期 9%係因 Deliveroo 貢獻降低、1 月冬季風暴及外送夥伴成本季節性增加影響，核心業務方面，管理層預期 Retail & Grocery 的毛利將在 2H26 轉正，在國際動能轉強下預期單位經濟可於 2H26 轉正，Deliveroo 併購完成後的成長優於預期且對 4Q25 調整後 EBITDA 的貢獻略優於預期的 US\$45mn，投資策略方面，平台整併多數將於 FY26 完成，少部分延伸至 FY27。

#### 投資建議

凱基維持 DASH「增加持股」評等，看好該司在外送市場長期累積的平台規模及外送員網路在自駕競爭加劇下維持優勢，UBER「持有」評等認為該司面臨 TSLA 及 Waymo Robotaxi 加速擴張之風險依舊。

#### 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	
	2025	2026	2025	2026				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
<b>Uber</b>													
Revenue (US\$mn)	52,017	58,370	0	(4)									
Gross profit (US\$mn)	20,679	23,853	(0)	(2)									
Operating profit (US\$mn)	5,565	8,309	(1)	(1)	N	71	146	85	20	105	(19)	FY26 17x EV/EBITDA	
EBITDA (US\$mn)	8,730	10,915	0	(1)								FY26 20x EV/EBITDA	
Net income (US\$mn)	10,053	7,060	(11)	(11)								2yr -1std	
EPS (US\$)	4.73	3.21	(11)	(11)								2yr avg.	
<b>DoorDash</b>													
Revenue (US\$mn)	13,717	17,908	0	0									
Gross profit (US\$mn)	7,180	9,319	2	2									
Operating profit (US\$mn)	723	1,207	(13)	(20)	OP	165	72	215	31	245	(12)	FY26 25x EV/EBITDA	
EBITDA (US\$mn)	2,779	3,621	0	(1)								FY26 28x EV/EBITDA	
Net income (US\$mn)	935	1,208	(6)	(20)								2yr avg.	
EPS (US\$)	2.13	2.69	(5)	(20)								2yr +1std.	

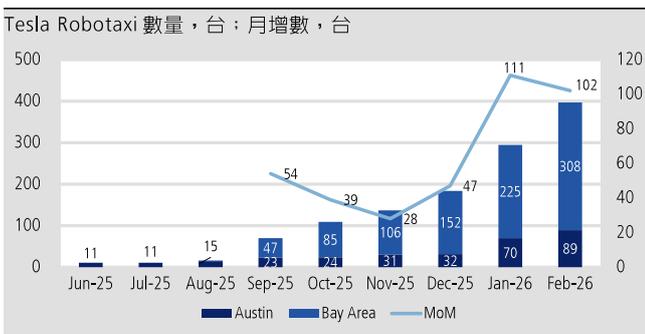
資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: Tesla Robotaxi 部署里程碑

時間	Tesla Robotaxi 里程碑
2024/10	- 在 We Robot 活動上正式發表 Cybercab, 預計 2026 年起量產 - 2025 年在加州、德州把 FSD/自駕服務導入 Model 3 / Model Y
2025/03	- 取得加州 CPUC 第一張 TCP (商業載客) 許可, 可用 Tesla 車隊載送員工
2025/06	- 德州 Austin Robotaxi 服務上線, 車隊首批採用 Model Y, 副駕駛安全監控員, 採 US\$4.20 固定車資、僅開放受邀用戶
2025/07	- 將 Austin Robotaxi 車資改成依里程動態定價
2025/09	- App Store 上公開 Robotaxi App, 開放 Austin Robotaxi 服務給一般大眾使用, 副駕駛仍有安全監控員, 車資改採
2025/11	- 取得亞利桑那州營運許可, 將以鳳凰城為主展開 robotaxi 業務, 但仍配備有安全駕駛員
2026/01	- 開始於 Austin 進行無車內安全員營運測試
2026/02	- 宣布 Robotaxi 將於4月開始量產

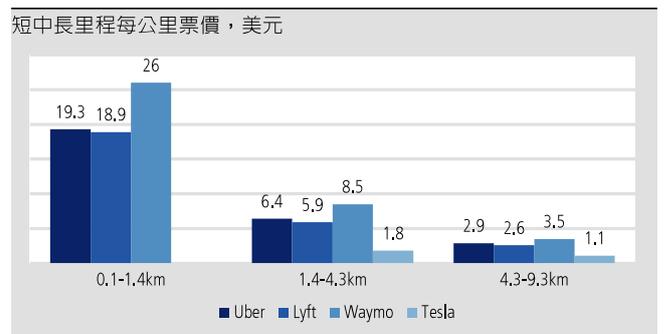
資料來源: Tesla; 凱基

圖 3: Tesla Robotaxi 部署速度自年初加快



資料來源: Robotaxi Tracker; 凱基

圖 4: Tesla 每公里票價較 Uber 便宜約 60%



資料來源: Rideobi(2025/6); 36Kr(2025/8); 凱基

圖 5: SELF DRIVE Act 目前正等待送往全體委員會審議

日期	SELF DRIVE Act程序	政府機關	狀態
2026/02/05	提案提出+送交委員會	美國眾議院	已完成
2026/02/10	小組委員會審議	眾議院能源與商業委員會	以12-11表決結果, 送交能源與商業全體委員會續審
TBD	全體委員會審議	眾議院能源與商業委員會	待進行
TBD	眾議院院會審議與表決	美國眾議院(院會)	待進行
TBD	參議院審議	美國參議院	待進行
TBD	總統簽署	白宮	待進行

資料來源: 美國國會; 凱基

**Uber 財報會議摘要**

- Uber 公布 4Q25 財報，收盤股價下跌 5%，係因營收/調整後 EBITDA 利潤率皆僅大致符合預期，總訂單金額固定匯率年增 22% 亦無驚喜表現，同時近期市場對自駕競爭風險升溫的疑慮上升，進一步壓抑投資情緒；財測方面，1Q26 總訂單金額固定匯率年增 19% 優於預期 3%，調整後 EBITDA 年增 30% 大致符合預期，調整後 EPS 年增 37% 低於預期 10%
- 美國乘車需求延續：1) 4Q25 有 40% 用戶使用超過一項產品，新用戶的留存率顯著優於過往，顯示用戶黏著度提升；2) 美國業務加速除需求面延續外，關鍵在保險成本由逆風轉為順風，將持續改善價格以促進長期需求；3) barbell 策略持續帶動需求，低端與高端產品在過去一年均成長 40%，低端產品拉新客，而高價產品（包含預約、機場場景）擴大可服務情境並支撐單位經濟；4) 管理層表示美國乘車獲利約有 75% 集中在非前 20 大城市，大城市自駕競爭加劇對美國獲利的短期影響可降低
- 外送供給持續擴張且滲透提升：1) 成長加速的核心驅動為供給擴張（多國仍僅覆蓋 30%-40% TAM，美國郊區/SMB 供給仍不足），管理層表示將持續加大招商與銷售投資並用 AI 提升效率；2) 低密度區域滲透提升是第二支撐點，雖郊區品類布局相對較弱但正在改善，且低密度區成長優於高密度區；3) 管理層表示中小企業廣告滲透率已遠高於 2%，企業端廣告則在追趕，雜貨/零售/乘車廣告產品仍屬早期，因此不再把 2% 視為天花板；4) Uber One 會員數達 46mn 年增 50%+，會員貢獻總預定金額占比近 50%，MAPC 滲透率仍有很大的提升空間
- 自駕車佈局：1) Uber 平台上的 AV 使用率（每車每日行程）相較單一平台高約 30%，且預估到達時間更佳，預期在 2026 年底前將會把 AV 擴張至 15 個城市；2) 管理層強調 AV 上線可擴大市場總量而非單純替代，以舊金山、奧斯汀與亞特蘭大為例，總交易額與新用戶成長皆加速成長且使用頻率更強；3) AV 初期毛利率將相對 UberX、Uber Black、Uber Reserve 低，但隨時間推進毛利率仍會如同其餘新產品般改善；4) 正與 Nvidia 合作打造一座真實世界資料收集工廠，目標收集超過 3mn 小時的真實世界 AV 乘客接送及上下車資料提供給合作夥伴
- 關注焦點：1) 未來資本配置將延續投資與回饋並行，維持核心業務與 AV 佈局之餘仍會以穩定節奏回購股票

**圖 6: UBER 4Q25 財報及 1Q26 財測暨市場共識比較**

UBER US US\$mn	4Q25						1Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	14,366	14,294	1	7	20				13,772			
Mobility	8,204	8,285	(1)	7	19				7,745			
Delivery	4,892	4,730	3	9	30				4,730			
Freight	1,270	1,294	(2)	(3)	(0)				1,287			
Key metrics												
MAPC	202	196	3	7	18				194			
Trips	3,751	3,663	2	7	22				3,591			
Monthly Trips per MAPC	19	19	(1)	(0)	3				19			
Gross Bookings	54,140	53,137	2	9	22	53,000	2	52,750	51,312	3	(3)	23
Mobility	27,442	27,134	1	9	20				25,207			
Delivery	25,431	24,722	3	9	26				24,838			
Freight	1,267	1,291	(2)	(3)	(0)				1,285			
Take rate (%)												
Mobility	29.9	30.5	(0.6)ppts	(0.7)ppts	(0.4)ppts				30.7			
Delivery	19.2	19.1	0.1 ppts	0.0 ppts	0.5 ppts				19.0			
Total	26.5	26.9	(0.4)ppts	(0.5)ppts	(0.5)ppts				26.8			
Gross profits	5,685	5,687	(0)	6	20				5,507			
Operating income	1,774	1,821	(3)	59	130				1,802			
EBITDA	2,487	2,481	0	10	35	2,460	1	2,420	2,446	(1)	(3)	30
Mobility	2,203	2,207	(0)	8	25				2,149			
Delivery	1,015	1,010	0	10	40				1,030			
EPS (US\$)	0.71	0.79	(11)	4	27			0.69	0.76	(10)	(4)	37
Gross margin (%)	39.6	39.8	(0.2)ppts	(0.2)ppts	0.0 ppts				40.0			
OP margin (%)	12.3	12.7	(0.4)ppts	4.1 ppts	5.9 ppts				13.1			
EBITDA margin (%)	17.3	17.4	(0.0)ppts	0.6 ppts	1.9 ppts				17.8			
Mobility	26.9	26.6	0.2 ppts	0.3 ppts	1.3 ppts				27.7			
Delivery	20.7	21.4	(0.6)ppts	0.2 ppts	1.5 ppts				21.8			

資料來源：Bloomberg；凱基

### DoorDash 財報會議摘要

- DASH 公佈 4Q25 財報，係因調整後 EBITDA 利潤率/Marketplace GOV 分別優於預期 0.5ppts/大致符合預期，且管理層表示 Retail & Grocery 毛利及國際單位經濟將在 2H26 轉正；財測方面，1Q26 Marketplace GOV 年增 36% 大致符合預期，調整後 EBITDA 年增 23% 低於預期 9%**
- 新垂直滲透提升且國際動能轉強：1) 新垂直業務滲透率持續上升，美國有約 30% 的 MAUs 已在餐廳外的品類下單，管理層預期 Retail & Grocery 的毛利將在 2H26 轉正；2) Deliveroo 併購完成後成長表現優於預期，且對 4Q25 調整後 EBITDA 的貢獻亦略高於原先預期的 US\$45mn，管理層重申 FY26 將貢獻 US\$200mn；3) 國際動能轉強，管理層指出 4Q25 不含 Deliveroo 的國際 Marketplace GOV 成長較上季加速，且國際單位經濟預期在 2H26 轉正；4) 廣告與商家工具加速變現，Symbiosys 廣告主數成長 2x、投放金額成長 3x，Smart Campaigns 定位為自動投放且 ROI 為正，SevenRooms 新增 venues 速度較併購前快 50%；5) FY25 底 MAU 超過 56mn 年增 33%，DashPass、Wolt+ 和 Deliveroo Plus 會員合計超過 35mn 年增 59%，管理層表示 DashPass 在 FY25 與 4Q25 皆創紀錄，並以每人一年約 20-25 次用餐場合指出下單頻率仍有上行空間**
- 關注焦點：1) 預估 Deliveroo 對 1Q26 EBITDA 的貢獻會較 4Q25 少約 US\$25mn，係因 1Q26 將投入較多成本及資源；2) 1 月冬季風暴預估對 1Q26 EBITDA 有約 US\$20mn 的負面影響，且外送夥伴成本亦因季節性因素影響而上升，管理層強調全年獲利框架未改變，FY26 EBITDA 財測維持與上季一致，不含 Deliveroo 的 FY26 EBITDA 利潤率將較 FY25 小幅上升；3) FY26 投資核心在全球技術平台整併，管理層表示同類業務目前跑在 3 套平台使開發重複亦拖慢上線速度，多數整併將於 FY26 完成，少部分將延伸到 FY27；4) 自動化配送目前仍早期但具**

降本潛力，FY26 聚焦可立即落地的商用情境，長期可能是地面及空中混合車隊並與外送夥伴協作

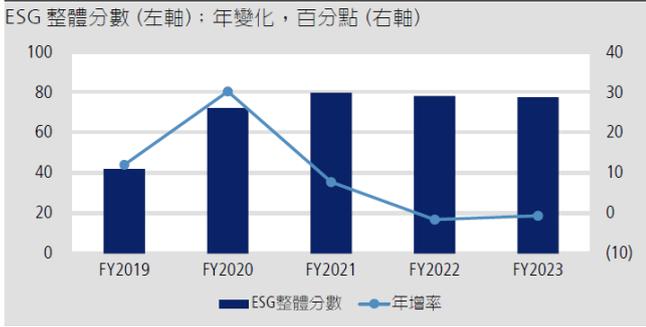
圖 7: DASH 4Q25 財報及 1Q26 財測暨市場共識比較

DASH US US \$mn	4Q25						1Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	3,955	3,988	(1)	15	38				4,170			
Key metrics												
Total orders (mn)	903	889	2	16	32				935			
Marketplace GOV (US \$mn)	29,683	29,215	2	19	39	29,200	2	31,400	30,835	2	6	36
GOV per order (US \$)	32.9	32.9	(0)	2	6				33.0			
Gross profits	2,081	2,042	2	15	41				2,153			
Operating income	147	238	(38)	(43)	26				277			
Adjusted EBITDA	780	765	2	3	38	760	3	725	794	(9)	(7)	23
GAAP Net income	213	259	(18)	(13)	51				281			
GAAP EPS (US \$)	0.48	0.59	(19)	(13)	45				0.64			
Gross margin (%)	52.6	51.2	1.4 ppts	0.1 ppts	1.4 ppts				51.6			
OP margin (%)	3.7	6.0	(2.3)ppts	(3.8)ppts	(0.4)ppts				6.6			
EBITDA margin (%)	19.7	19.2	0.5 ppts	(2.2)ppts	0.0 ppts				19.1			
Net margin (%)	5.4	6.5	(1.1)ppts	(1.7)ppts	0.5 ppts				6.7			

資料來源：Bloomberg；凱基

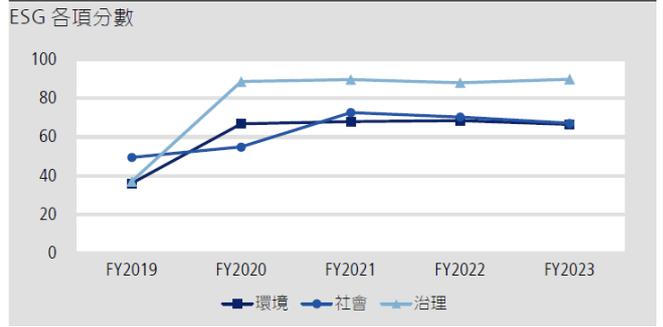
## Uber (UBER US)

圖 8 : Uber – ESG 整體分數



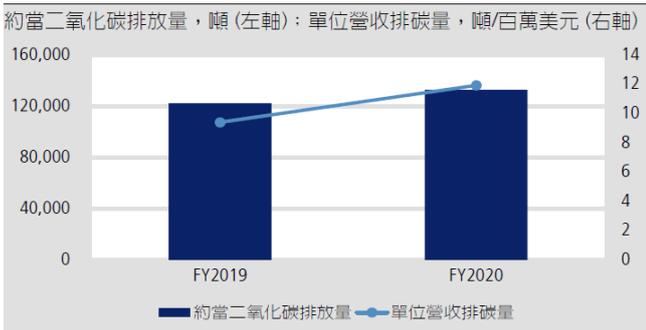
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 9 : Uber – ESG 各項分數



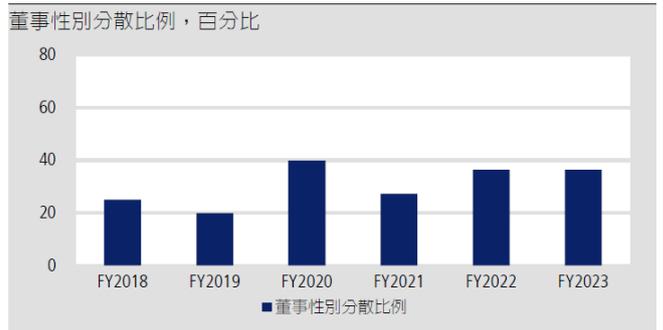
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 10 : Uber – 碳排量



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 11 : Uber – 董事性別多樣性



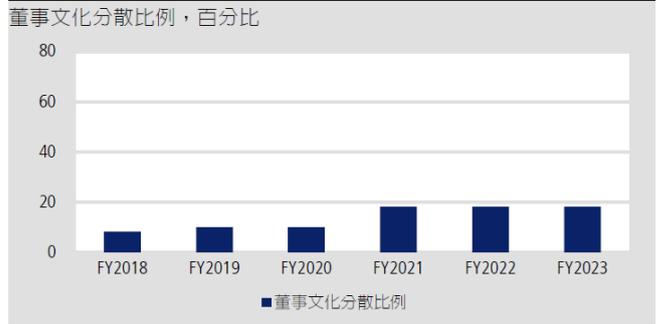
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 12 : Uber – 耗水量



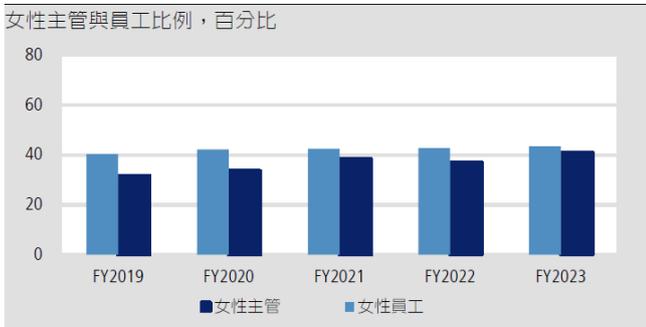
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 13 : Uber – 董事文化多樣性



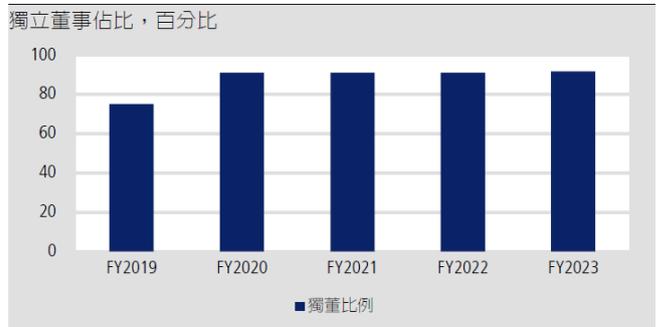
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 14 : Uber – 性別多樣性



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 15 : Uber – 獨立董事



資料來源: Refinitiv、公司資料

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有。