

軟體產業：電商 & O2O

OpenAI ACP/GOOGL UCP 相繼推出，補足代理式商務基礎設施

焦點內容

1. 代理式商務：兩大購物協議成形將加速滲透。
2. SHOP：國際業務動能強勁，支付滲透持續提升。
3. SE：電商投資延續拖累短期利潤率。

Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company	Overall	E	S	G	
Shopify	SHOP US	30	16	29	35

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

電商領導平台 Shopify(SHOP US)及 Sea Limited(星；代號 SE US)公佈 4Q25 財報。

評論及分析

代理式商務：兩大購物協議成形將加速滲透。 ACP 與 UCP 相繼推出，前者補足 AI 對話入口的結帳及付款授權機制，後者透過統一的商務語言降低商戶對接多個 agent 入口的碎片化整合成本，推動代理式商務由概念走向落地，凱基預期 FY26 佔電商銷售比重約低個位數，焦點：(1)OpenAI 12M25 在 ChatGPT 導入整合式購物與 Instant Checkout，並以 ACP 支援對話內完成交易，把流程由商品發現延伸至結帳付款；(2)Google 1M26 推出 UCP 作為面向 AI agent 購物的開放標準，強調可與 A2A、MCP 等協議共存，並以通用語言定義商品發現至交易/售後的互通流程以降低整合成本；(3)SHOP 1M26 提出 Agentic plan，主張把任一商戶/商品接到各種 AI 對話入口的交易能力做成底層基礎設施，管理層強調代理式商務不會繞過 Shopify checkout，AI 負責前端互動，後端仍在 Shopify 的商務基礎設施上，變現仍以 Shopify Payments/Shop Pay 為主；(4)SE 管理層表示將持續與 OpenAI 合作，且已上線類 ChatGPT/Gemini 的 multi-modal search 及商家 AI chatbot/內容生成工具，顯示對話式導購已在平台內推進；(5)MELI 管理層指出代理式商務可能改變漏斗上層與廣告分配，但端到端體驗仍是決勝點，且其具備 1P 資料、品牌與交易資料有利建立最佳的購物助理。

SHOP：國際業務動能強勁，支付滲透持續提升。 SHOP 4Q25 營收及營業利益率優於預期 5%/大致符合預期，GMV 及 GPV 優於預期 6/9%，1Q26 營收/營業利益率財測年增 32%/1.1ppts，整體大致符合預期，管理層表示有近半數 GMV 增量來自北美以外市場，其中以歐洲年增 45%表現最強勁，顯示國際規模與滲透持續擴大，Shopify Payment 的 GPV 滲透率 68%(vs.上季增加 3ppts)，係受惠 GPV 成長及支付收入占比較高的季節性因素，Shop Pay 佔美國 GPV 達 50+，預期 FY26 將擴至更多網路服務帶動轉換率。

SE：電商投資延續拖累短期利潤率。 SE 4Q25 營收優於預期 6%、EBITDA 利潤率低於預期 2ppts，電商營收及 GMV 優於預期 6/3%，惟電商 EBITDA 利潤率低於預期 0.5ppts，FY26 財測方面，GMV 年增 25%優於預期 7%，電商 EBITDA 財測不低於 FY25(隱含低線較市場預期低 35%)，且將持續投資物流、VIP、內容生態等投入以擴大用戶並提高購買頻率，預期短期續壓抑制利潤率，遊戲 Bookings 年增雙位數，NARUTO 合作將延伸且預計在 3Q26 落地，且 FIFA 世界盃檔期推足球相關活動可望帶動表現。

投資建議

凱基電商偏好排序維持：SHOP (電商/代理式商務、支付及解決方案皆具優異產業位置) > SE (新興市場電商競爭力穩固，惟須維持防禦性投資力度)。

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
Sea Limited													
Revenue (US\$m)	22,939	27,591	5	2									
Gross profit (US\$m)	10,244	12,678	2	(1)									
Operating profit (US\$m)	1,985	2,884	(16)	(19)	OP	88	62	105	20	220	(52)		
EBITDA (US\$m)	3,437	4,158	(4)	(7)									
Net income (US\$m)	1,578	2,537	(23)	(12)									
EPS (US\$)	2.52	4.58	(32)	(12)									
Shopify													
Revenue (US\$m)	11,556	14,633	2	6									
Gross profit (US\$m)	5,555	6,949	1	4									
Operating profit (US\$m)	1,978	2,641	6	6	OP	122	156	153	26	200	(24)		
EBITDA (US\$m)	2,009	2,658	5	5									
Net income (US\$m)	1,864	2,460	(1)	1									
EPS (US\$)	1.43	1.86	(1)	1									

資料來源: Bloomberg; 凱基

Shopify 財報會議摘要

- Shopify(SHOP US)公布 4Q25 財報，營收優於預期 5%且 GMV/GPV 亦優於預期 6%/9%，惟仍受軟體股/AI 負面敘事拖累，展望財測，1Q26 營收年增 32%優於預期 7%，non-GAAP 營業利益率 15%，大致符合預期
- 訂閱解決方案：1) MRR 年增 15% (vs.上季加速成長 5ppts)，Shopify Plus 訂閱佔 MRR 約 34% (較上季略低 1ppts)，管理層表示 Plus 方案中的每家商戶平均 GMV 持續上升，反映既有商戶擴張與新增更大型商戶；2) 4Q25 訂閱毛利率 81%年增 1.1ppts，管理層表示係因支援成本下降與營運效率提升
- 商戶解決方案：1) 商戶營收年增 35%，優於預期 7%，核心仍來自 GMV 成長與 Shopify Payments 滲透提升；2) 商戶毛利率 36.8%年減 1.5ppts 低於預期 1ppts，管理層表示係受支付相關收入占比提升、第三方導流與交易費下降（更多交易轉回自家支付軌道）及 PayPal 對年度可比性所影響，但 PayPal 的影響將在 4Q25 後完全正常化，後續可比性逆風大致結束
 - 電商相關：1) GMV 年增 31%，為首度單季破 US\$100bn，成長係由 FY24 與 FY25 加入的新 cohort 帶動，且新 cohort 的 GMV 與營收表現都優於過往 cohort；2) 北美 4Q25 表現優於公司預期，主要由 Plus 商家帶動；3) 有近半數 GMV 增量係來自北美外的市場，歐洲 4Q GMV 年增 45%表現最強勁，反映國際規模與滲透持續擴大；4)線下 POS GMV 年增 29%，管理層強調 FY26 會把線下 POS 當成成長服務面之一並推動軟體能力延伸；5)B2B GMV 年增 84%，管理層將其視為擴大 TAM 的重要推手
 - 金融科技相關：1) Shopify Payments GPV US\$84bn，滲透率 68%(vs.上季增加 3ppts)，係受惠 GPV 成長、滲透率提升及 4Q 支付收入占比較高等季節性因素；2) Shop Pay GMV 達 US\$43bn，占 Shopify 美國 GPV 超過 50%，管理層預期 FY26 Shop Pay 將擴至更多網路服務，帶動轉換率與回購；3)Shop flywheel（導流→轉換→回流）是 FY26 的關鍵成長引擎之一，將用 Shop app/Shop campaigns/product network 擴大導流，再用 Shop Pay 的信任與轉換優勢承接成交並帶回流；4)FY25 Shop campaigns 營收翻倍、

採用商戶數增加至原來的 3 倍，且新增 X、Snapchat、Bing 等更多投放渠道，FY26 預期在更多表面加速且更有效率地擴張

- Gen AI 相關：1) 推出 UCP (與 Google 共同開發的 open standard)，並推出 Agentic Storefronts 讓商戶把商品同步上架到 Google AI Mode/Gemini、ChatGPT、Microsoft Copilot，此外也推出 Agentic plan 讓非 Shopify 商戶也能透過這些 AI 平台與 Shop App 販售，作為切入企業客群的 on-ramp；2) 自 2025 年 1 月以來，AI 搜尋帶來的訂單量達 15x (基期低)，管理層預期 FY26 將放量；3) 管理層強調大型語言模型不會繞過 Shopify checkout，AI 負責前端互動，但後端下單處理與付款仍跑在 Shopify 的商務基礎設施，因此對商家而言，agentic 成交的經濟模型與變現方式與自家線上商店一致，交易仍回到 Shopify 的商務流程與支付軌道；4) 變現槓桿仍以 Shopify Payments/Shop Pay 為主，當 AI 新渠道規模放大時，支付相關收入也可望同步受惠

圖 2: SHOP 4Q25 財報及 1Q26 財測暨市場共識比較

SHOP US US\$m	4Q25						1Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	3,672	3,484	5	29	31	3,571	3	3,115	2,898	7	(15)	32
Merchant solutions	2,895	2,717	7	35	35				2,171			
Subscription solutions	777	767	1	11	17				727			
Key metrics												
GMV	123,841	116,501	6	35	31				91,711			
GPV	84,000	77,194	9	40	38				60,492			
GPV/GMV (%)	67.8	66.3	1.6 ppts	2.6 ppts	3.6 ppts				66.0			
MRR	205	202	1	6	15				208			
Gross profits	1,693	1,689	0	22	25				1,422			
Merchant solutions	1,064	1,026	4	30	30				827			
Subscription solutions	629	663	(5)	10	18				594			
Operating income	760	692	10	63	30	690	10	468	432	8	(38)	42
EBITDA	767	711	8	62	29				445			
Pretax income	908	776	17	143	41				509			
Net income	633	675	(6)	44	10				440			
EPS (US\$)	0.48	0.51	(6)	41	9				0.34			
Gross margin (%)	46.1	48.5	(2.4)ppts	(2.8)ppts	(2.0)ppts				49.1			
Merchant solutions	36.8	37.8	(1.0)ppts	(1.5)ppts	(1.5)ppts				38.1			
Subscription solutions	81.0	86.5	(5.5)ppts	(0.7)ppts	1.1 ppts				81.7			
OP margin (%)	20.7	19.9	0.8 ppts	4.3 ppts	(0.1)ppts	19.3	1.4 ppts	15.0	14.9	0.1 ppts	(5.7)ppts	1.1 ppts
Net margin (%)	17.2	19.4	(2.1)ppts	1.7 ppts	(3.2)ppts				15.2			

資料來源：Bloomberg；凱基

Sea Limited 財報會議摘要

- Sea Limited(SE US)公布 4Q25 財報，EBITDA 利潤率/調整後 EPS 低於預期 1.7ppts/23%，市場最關注的電商 EBITDA 利潤率低於預期 0.5ppts，展望財測，電商 FY26 GMV 年增 25% 優於預期 7%，調整後 EBITDA 財測不低於 FY25(隱含低緣較市場預期低 35%)，遊戲 Bookings 將仍有雙位數成長
- 電商業務：1) 4Q25 電商營收/GMV 年增 36%/28% 優於預期 6%/3%，總訂單量年增 30% 較上季加速 2ppts，take rate 13.6% 年增 0.7ppts 大致符合預期，成長係由買賣家體驗改善帶動；2) 4Q25 EBITDA 利潤率 4.1% 低於預期 0.5ppts，係反映公司在物流體驗、fulfillment、VIP 與內容生態等成長投資持續加碼，短期壓抑利潤率；2) 4Q25 使用廣告賣家數年增 20%、人均廣告支出年增 45%，帶動廣告營收年增 70%、廣告 take rate 年增 80bps 部分改善係來自 AI 優化提升廣告匹配與轉換效率；3) Shopee VIP 會員數 7mn 季增 100%，部分市場 VIP

貢獻 15%+的 GMV，印尼會員加入後消費增加 30-40%，FY26 計劃推進至巴西；4) SPX 日均處理 30mn 包裹，都會區即時/當日達訂單占比達雙位數，採用者平均花費 15%，FY26 底目標 fulfillment 訂單滲透翻倍；5) YouTube 導購訂單年增 3 倍，Meta 合作上線後已有 3mn 聯盟行銷導購夥伴完成 Shopee 與 Facebook 的帳號綁定

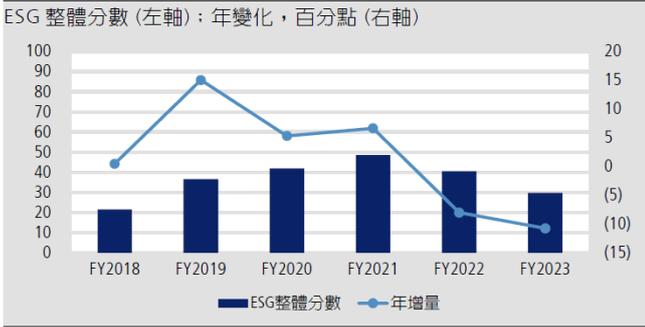
- 遊戲業務: 1) 4Q25 遊戲 Bookings 年增 24%較上季放緩 27ppts 低於預期 1%，QAU 年增 2%低於預期 6%，QPU 年增 15%低於預期 6%，成長係由活躍用戶擴大與付費滲透提升帶動；2) Free Fire FY25 bookings 年增 30%+，即使在高基期與大規模用戶基礎下 FY25 DAU 仍維持年增；3) 新作 EA Sports FC Mobile 自 10 月上線以來在越南成為下載量最高手機遊戲，顯示在地市場導入成效佳
- 金融服務業務: 1) 4Q25 數位金融服務營收年增 54%優於預期 5%，EBITDA 利潤率 23.2%低於預期 3.2ppts，成長係由信用業務擴張（新客擴張、off-Shopee 場景擴大）帶動；2) 4Q 新增 5.8mn 名首次借款用戶，期末活躍信貸用戶 37mn 年增 40%+，平均每戶貸款餘額 US\$240 年增 27%；3) off-Shopee SPayLater FY25 放款年增 300%、占 SPayLater 組合超過 15%，馬來西亞約 30%使用已在 off-Shopee；4) 90 天 NPL ratio 1.1%，管理層強調在快速擴張下仍維持穩定
- 關注焦點: 1) 管理層預期電商 FY26 GMV 財測年增 25%優於預期 7%，調整後 EBITDA 不低於 FY25 的 US\$881mn(隱含低緣較市場預期低 35%)，投資重點將持續放在物流/fulfillment、VIP、內容生態以擴大用戶與提高購買頻率；2) 管理層預期 FY26 遊戲 Bookings 仍有雙位數成長，NARUTO 合作將延伸且預計在 3Q26 落地，並搭配 FIFA 世界盃檔期推足球相關活動；3) Shopee 已推出 multi-modal search（圖片 + 長文字描述），並提供賣家可客製化 AI chatbot 與 AI 內容生成工具，以自動化客服/互動、降低人力並提升轉換；4) Monee 以 AI（含 transformer 序列模型）升級風控與授信模型，以支撐放款快速擴張下仍維持風險指標穩定

圖 3: SE 4Q25 財報及 2026 財測暨市場共識比較

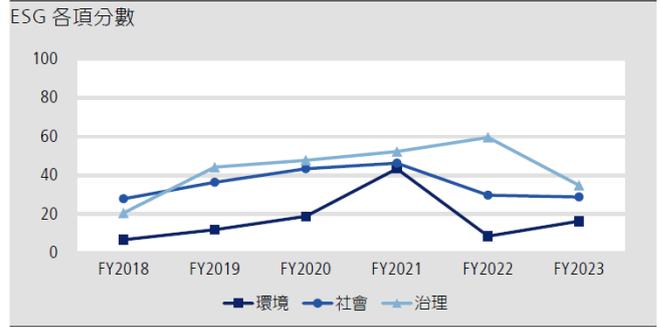
SE US Equity	4Q25						2026F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)	
In Millions of USD												
Revenue	6,852	6,453	6	14	38				27,847			
Digital Entertainment (Garena)	701	619	13	7	35				2,704			
E-Commerce (Shopee)	4,975	4,705	6	16	36				19,769			
Digital Financial Services	1,132	1,078	5	14	54				5,066			
Key metrics												
Garena												
Bookings	672	678	(1)	(20)	24				3,044			
QAU	633	674	(6)	(6)	2				695			
QPU	58	61	(6)	(12)	15				76			
QPU/QAU(%)	9	9	0.0 ppts	(0.7)ppts	1.0 ppts				11			
Shopee												
GMV	36,700	35,536	3	14	28	159,125			148,428	7	25	
Orders	4,000	3,800	5	11	33				16,040			
EC Take Rate(%)	13.6	13.2	0.3 ppts	0.2 ppts	0.7 ppts				13			
Gross profits	2,998	2,872	4	15	36				12,755			
Total expenses	2,433	2,254	8	15	42				9,297			
Operating income	565	617	(8)	19	14				3,458			
EBITDA	787	851	(7)	(10)	33				4,251			
Digital Entertainment	290	388	(25)	(38)	0				2,125			
E-Commerce	202	216	(6)	9	33	881			1,355	(35)	0	
Digital Financial Services	263	285	(8)	2	25				1,398			
Pretax Income	627	598	5	193	88				3,362			
Net income	397	564	(30)	(25)	(4)				2,874			
EPS (US\$)	0.63	0.81	(23)	(23)	(7)				4.80			
Gross margin (%)	43.8	44.5	(0.7)ppts	0.3 ppts	(0.8)ppts				45.8			
OP margin (%)	8.2	9.6	(1.3)ppts	0.3 ppts	(1.7)ppts				12.4			
EBITDA margin (%)	11.5	13.2	(1.7)ppts	(3.1)ppts	(0.4)ppts				15.3			
Digital Entertainment	41.3	62.6	(21.3)ppts	(30.0)ppts	(14.5)ppts				78.6			
E-Commerce	4.1	4.6	(0.5)ppts	(0.3)ppts	(0.1)ppts				6.9			
Digital Financial Services	23.2	26.5	(3.2)ppts	(2.9)ppts	(5.5)ppts				27.6			
Net margin (%)	5.8	8.7	(2.9)ppts	(3.0)ppts	(2.5)ppts				10.3			

資料來源: Bloomberg ; 凱基

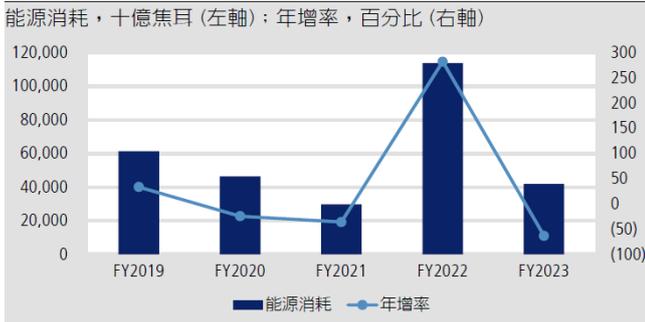
Shopify (SHOP US)

圖 4 : Shopify – ESG 整體分數


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 5 : Shopify – ESG 各項分數


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 6 : Shopify – 能源消耗


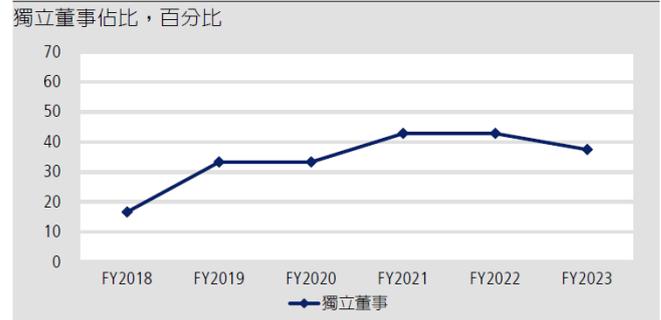
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 7 : Shopify – 碳排放量

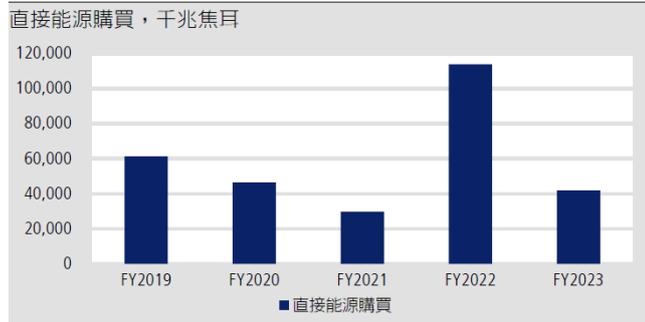

資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8 : Shopify – 董事性別多樣性

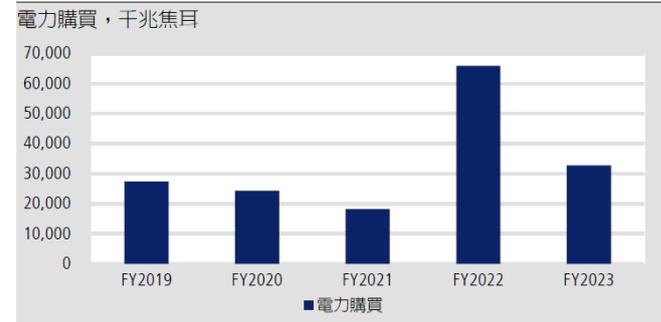

資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9 : Shopify – 獨立董事


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10 : Shopify – 能源購買


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11 : Shopify – 電力購買


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 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。