

網路產業：電商 & O2O 財報

SE 強勁財測維持不變；AVs 發展進程左右 UBER 評價水平

焦點內容

1. SE 2025 電商 & 遊戲強勁財測維持不變。
2. SHOP 在關稅及 AI 議題展現靈活性。
3. UBER 穩健無虞 AVs 合作進展正向，DASH 併購造成短期爭論。

Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Sea	SE US	23	17	34	15
Shopify	SHOP US	30	16	29	35
DoorDash	DASH US	46	25	53	47
Uber	UBER US	78	67	67	90

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

電商 & O2O 領導平台 Sea Limited(星；代號 SE US)、Shopify(SHOP US)、Uber(UBER US)及 DoorDash(DASH US)公佈 1Q25 財報。

評論及分析

電商：SE 2025 電商 & 遊戲強勁財測維持不變，SHOP 在關稅及 AI 議題展現靈活性。
SE 1Q25 營收大致符合市場預期(受齋月基期影響)，EBITDA 利潤率 19.6%優於預期 6.2ppts，維持 2025 全年 GMV 年增 20%、Garena 用戶數及流水年增雙位數財測不變。管理層指出 1Q25 電商廣告營收年增 50%+、亞洲及巴西每訂單物流成本降低 6/21%帶動利潤率提升，Shopee 持續提供高性價比商品和高品質物流服務，巴西市占率持續提升，目前尚未受到總經環境影響且跨境業務佔比相對較低，用戶會在平台尋找低價替代品且衝動購買比例較低，因此受到可支配所得支出波動影響較小。呼應凱基報告認為東南亞及拉丁美洲電商平台對於美國總經及關稅不確定性具有免疫性，認為 Temu/TikTok Shop 減少美國業務後將以歐洲等高所得地區為主要擴張目標，對新興市場競爭格局影響尚屬有限。SHOP 1Q25 營收/調整後營業利益大致符合市場預期，2Q25 營收財測年增中位數 25%亦大致符合預期，管理層指出受到小額包裹豁免取消衝擊僅占 GMV 1%影響有限，亦推出 TariffGuide.ai 工具協助商家管理關稅帶來的營運影響，Shopify Payments 滲透率達 GMV 64%、Shop Pay GMV 年增 57%，我們樂觀看待該司在關稅及 AI 趨勢下持續取得市佔率。

O2O：UBER 穩健無虞 AVs 合作進展正向，DASH 併購造成短期爭論。 Uber 1Q25 總訂單金額劣於預期 1%，調整後 EBITDA 優於預期 1%，以乘車業務總訂單金額劣於預期 1%表現相對較差，Austin 與 Waymo 合作的自駕車輛達 100 台，每天完成的行程較 99%的司機繁忙，預計未來數個月將擴大至數百台，目前全球 AVs 合作夥伴達 18 個，將在 2025-26 年擴大自駕車部署。DoorDash 1Q25 訂單金額及調整後 EBITDA 大致符合市場預期，惟 Deliveroo(ROO LN)及 SevenRooms 收購引發短期爭論，我們觀察到：(1)ROO 為英國/法國市佔率第 3/2 名外送平台，與 Wolt 聚焦東歐客戶重疊性低，具有國際地理擴張意義；(2)SevenRooms 為市占率 3%/#7 的餐廳預訂平台，具有餐飲價值鏈由外送擴張之前端 CRM 意義，美團(3690 HK)即為效仿對象，上述溢價收購將拖累短期獲利下修且磨合綜效仍待觀察。

投資建議

凱基電商 & O2O 類股維持偏好排序為：SE (新興市場電商具美國總經/關稅疑慮防禦性) > SHOP (Agentic Commerce 具優異產業位置) > DASH (維持良好執行力及成長性) > UBER (2H25 仍面臨消費緊縮壓力及 Tesla Robotaxi 加速進展之風險)。

投資風險

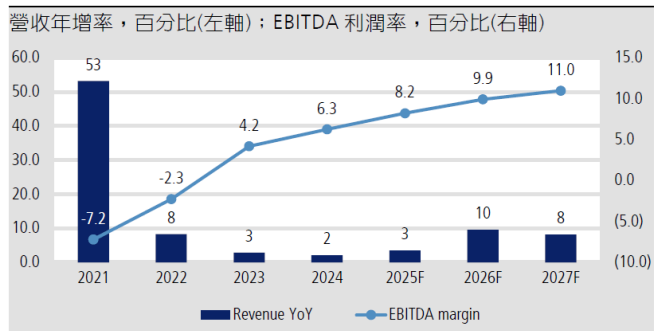
消費動能走緩/經濟大衰退、競爭加劇、用戶習慣改變、法規及匯率巨變。

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\$mn)	21,145	25,195	1	1									
Gross profit (US\$mn)	9,569	11,808	2	3									
Operating profit (US\$mn)	2,188	3,286	14	11	OP	163	97	200	23	155	29	FY26 26x EV/EBITDA 2yr +2std.	FY26 20x EV/EBITDA
EBITDA (US\$mn)	3,242	4,408	9	5									
Net income (US\$mn)	2,137	3,026	6	5									
EPS (US\$)	3.74	5.31	1	1									
Uber													
Revenue (US\$mn)	50,619	58,169	0	0									
Gross profit (US\$mn)	20,316	23,530	(0)	(1)									
Operating profit (US\$mn)	6,090	8,249	0	(1)	N	90	189	100	11	78	28	FY26 20x EV/EBITDA 2yr avg.	FY26 15x EV/EBITDA
EBITDA (US\$mn)	8,592	10,781	1	(0)									
Net income (US\$mn)	6,186	7,889	8	1									
EPS (US\$)	2.78	3.49	11	(0)									
DoorDash													
Revenue (US\$mn)	12,842	15,248	(1)	(1)									
Gross profit (US\$mn)	6,664	8,002	0	0									
Operating profit (US\$mn)	822	1,584	(5)	(3)	OP	197	83	235	19	210	12	FY26 26x EV/EBITDA 2yr +1std.	FY26 22x EV/EBITDA
EBITDA (US\$mn)	2,685	3,561	(1)	(1)									
Net income (US\$mn)	978	1,634	(0)	(3)									
EPS (US\$)	2.14	3.61	(4)	(3)									
Shopify													
Revenue (US\$mn)	10,890	13,120	(1)	(1)									
Gross profit (US\$mn)	5,354	6,539	(2)	(1)									
Operating profit (US\$mn)	1,837	2,440	(5)	(5)	OP	111	145	135	21	120	13	FY26 26x EV/GP 2yr +2std.	FY26 23x EV/GP
EBITDA (US\$mn)	1,884	2,487	(5)	(4)									
Net income (US\$mn)	1,843	2,367	(5)	(4)									
EPS (US\$)	1.41	1.78	(7)	(5)									

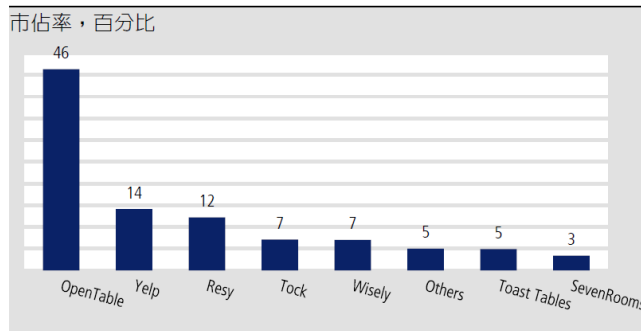
資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 2: Deliveroo 成長性有限但獲利持續改善



資料來源: Bloomberg(市場共識) ; 凱基

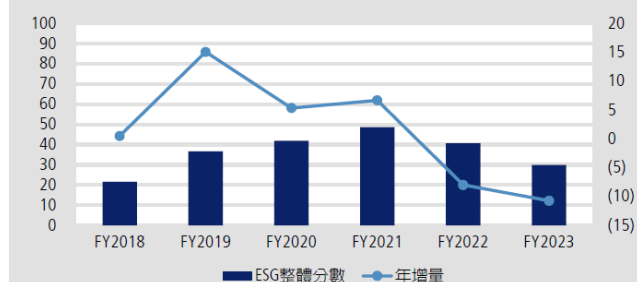
圖 3: SevenRooms 餐廳預訂市占率 3%排名第 7


資料來源: <https://www.linkedin.com/pulse/us-restaurant-reservation-market-heats-up-fewer-more-ekaterina-xglic/> ; 凱基

Shopify (SHOP US)

圖 4：Shopify – ESG 整體分數

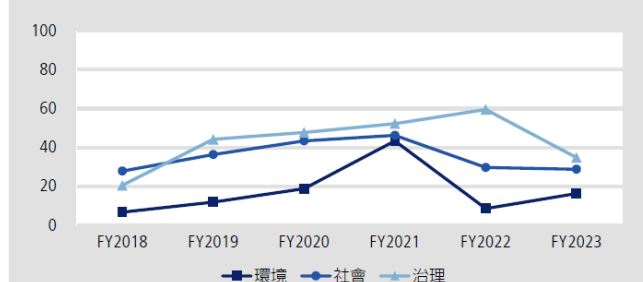
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 5：Shopify – ESG 各項分數

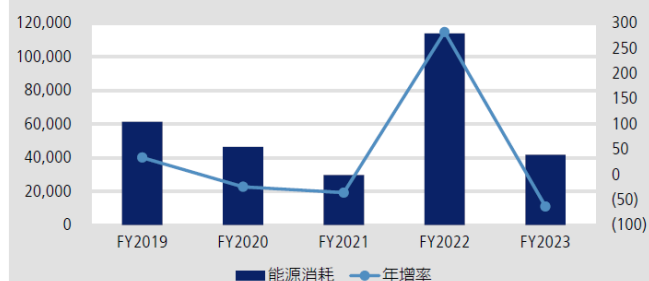
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 6：Shopify – 能源消耗

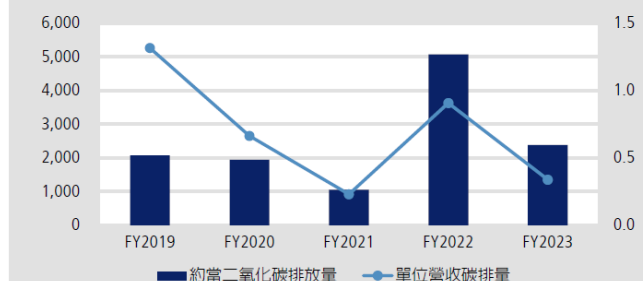
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 7：Shopify – 碳排量

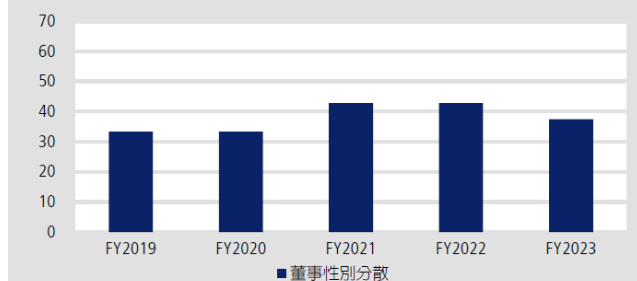
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8：Shopify – 董事性別多樣性

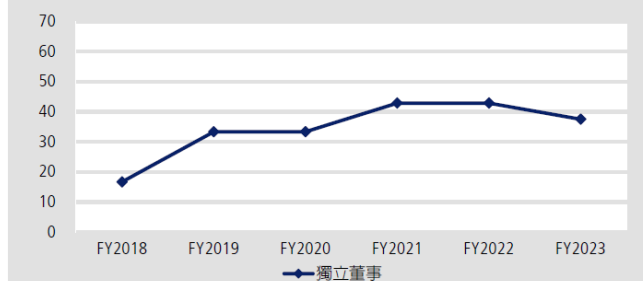
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Shopify – 獨立董事

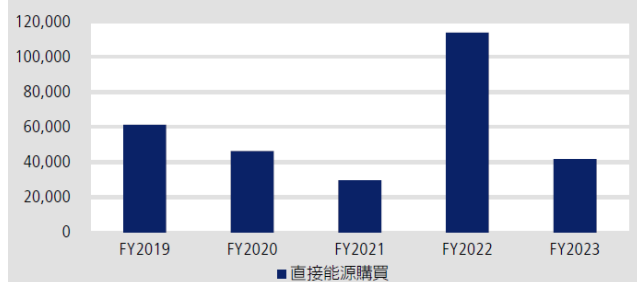
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Shopify – 能源購買

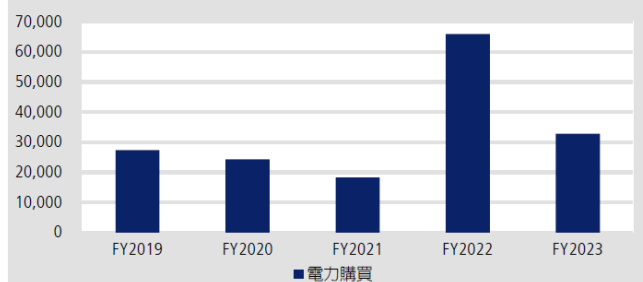
直接能源購買，千兆焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Shopify – 電力購買

電力購買，千兆焦耳

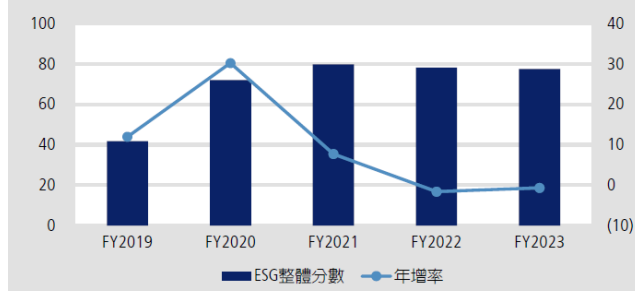


資料來源：Refinitiv、公司資料

Uber (UBER US)

圖 12：Uber – ESG 整體分數

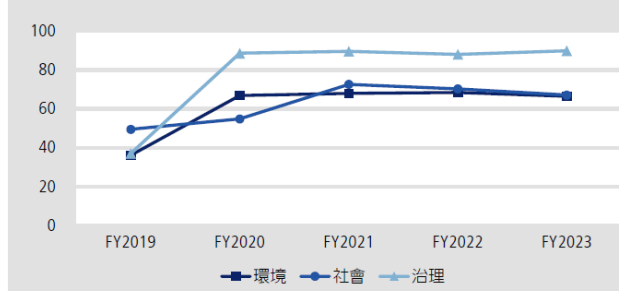
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Uber – ESG 各項分數

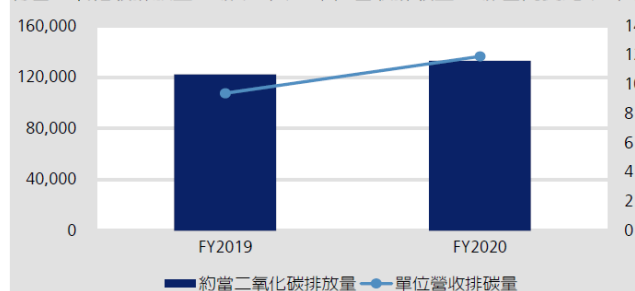
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Uber – 碳排量

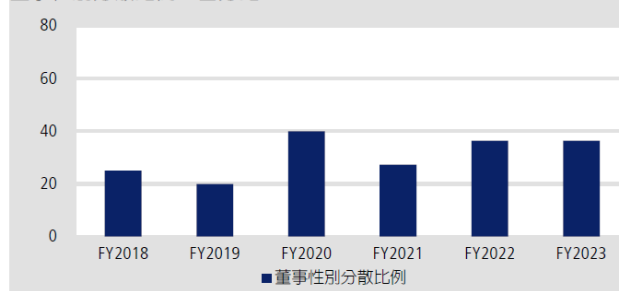
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Uber – 董事性別多樣性

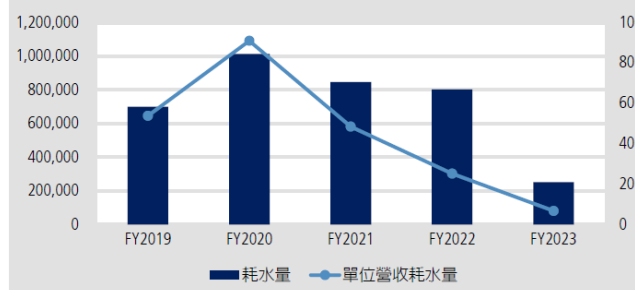
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Uber – 耗水量

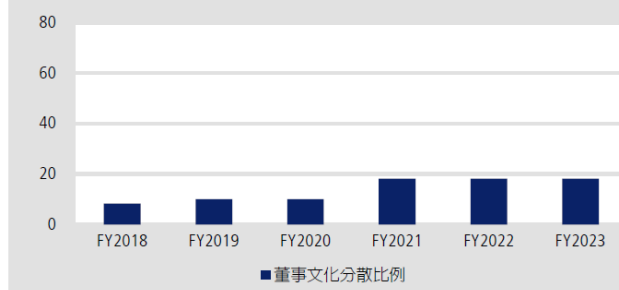
耗水量，立方公尺 (左軸)；單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Uber – 董事文化多樣性

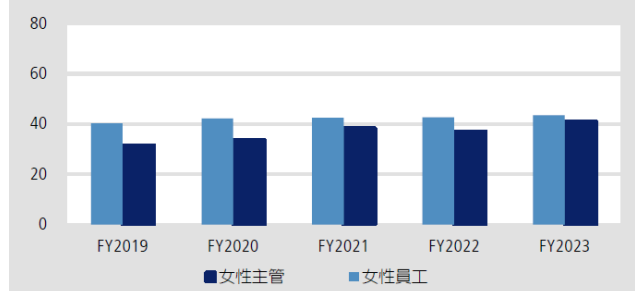
董事文化分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Uber – 性別多樣性

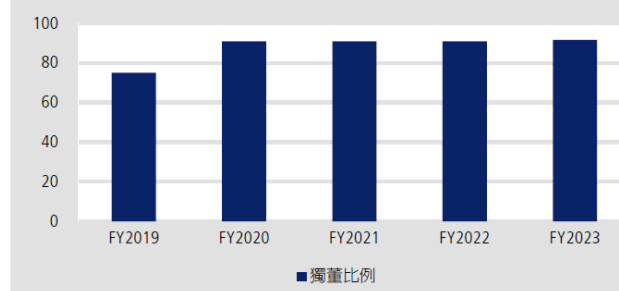
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：Uber – 獨立董事

獨立董事佔比，百分比



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，並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之任何證券持倉。