

網路產業：2Q25財報

電商強勁超越樂觀預期；O2O 外送高黏著度近似剛需

焦點內容

1. SE 2025 電商 & 遊戲強勁財測再上修。
2. SHOP 商務及支付最佳位置帶動市占率持續擴張。
3. O2O 外送近似剛需帶動會員訂閱方案高黏著度。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



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 2Q25 財報。

評論及分析

電商：SE 2025 電商 & 遊戲強勁財測再上修，SHOP 商務及支付最佳位置帶動市占率持續擴張。 SE 2Q25 營收優於預期 5%、EBITDA 利潤率大致符合市場預期，電商營收及 GMV 優於預期 4/4%，EBITDA 利潤率大致符合預期，受惠用戶及購買頻率提升，管理層預期 3Q25 維持類似成長動能，上修 2025 全年 GMV 財測年增 20%+(vs. 先前 20%)及遊戲 Bookings 財測年增 30%+(vs. 先前雙位數)。2Q25 投放廣告的賣家數及支出年增 20/40%，廣告轉換率亦提高 8%，雖 Take rate 尚無顯著表現，但管理層看好未來正向進展(2% vs. 目標 4-5%)，而即時配送等物流投資不影響 EBITDA 表現，對於巴西競爭對手降低免運門檻、Temu/TikTok Shop 擴大業務，管理層認為影響有限，將持續發揮物流及平台高性價比優勢。SHOP 2Q25 營收及營業利率優於預期 5%/2ppts，GMV 及 GPV 優於市場預期 8/9%，主要由國際 GMV 排除匯率影響後年增 42%帶動(歐洲尤其優異)，3Q25 營收財測年增 27%維持強勁優於預期 3ppts，調整後營業利率財測大致符合市場預期，管理層指出未觀察到消費者因為關稅提前消費，7 月表現與 2Q25 一致，小額包裹豁免取消衝擊僅占全球 GMV 4%，對比 1Q25 之 1%上升但仍影響有限。我們認為該司在中大型品牌滲透、國際擴張、廣告解決方案 Audiences、Agentic Commerce、穩定幣支付結帳布局皆有正向進展。

O2O：外送近似剛需帶動會員訂閱方案高黏著度。 Uber 2Q25 總訂單金額優於預期 1%，以外送優於預期 4%相對強勁(vs. 乘車僅大致符合預期)，調整後 EBITDA 利潤率僅大致符合市場預期，3Q25 總訂單金額及 EBITDA 僅大致符合預期，管理層看好美國保險費用下降進而降低乘車價格，有助用戶使用率上升，Uber One 會員達 36mn 年增 60%，使用率為一般用戶 3x 係由外送需求帶動，自駕方面於奧斯汀及亞特蘭大與 Waymo 合作進展順利，2H25 將在達拉斯、阿靈頓、阿聯酋、沙烏地阿拉伯、亞洲等區域啟動新布局，並宣布與百度、Lucid 及 Nuro 合作。DoorDash 2Q25 訂單金額(GOV)優於市場預期 3%，調整後 EBITDA 利潤率大致符合市場預期，3Q25 訂單金額及調整後 EBITDA 中位數優於預期 3/2%，管理層指出國際業務表現亮眼，Wolt+新增會員數量超過以往任何一季，單位經濟亦顯著改善。

投資建議

凱基電商 & O2O 類股偏好大致維持排序為：SHOP (電商、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) > DASH (維持良好執行力，惟評價偏高) > UBER (2H25 仍面臨消費緊縮壓力及 Tesla Robotaxi 加速進展之風險)。前兩者排序調整係基於 SHOP 具有更多元的成長動能。

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

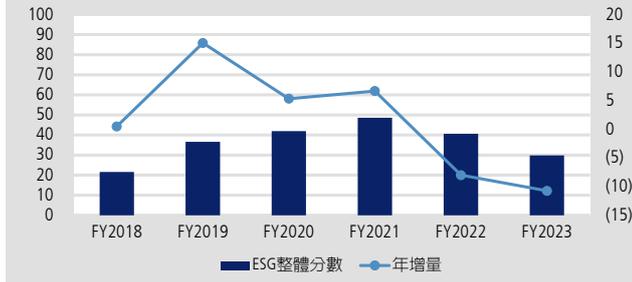
	KGI forecast		Chg. (%; pts)		Rating	Shr px (US\$)	Mkt cap (US\$b)	Target price				Multiple	
	2025	2026	2025	2026				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
Sea Limited													
Revenue (US\$m)	21,520	26,204	2	4									
Gross profit (US\$m)	9,954	12,440	4	5									
Operating profit (US\$m)	2,343	3,559	7	8	OP	174	103	220	26	200	10	FY26 26x EV/EBITDA 2yr +2std.	FY26 26x EV/EBITDA 2yr +2std.
EBITDA (US\$m)	3,556	4,772	10	8									
Net income (US\$m)	2,333	3,412	9	13									
EPS (US\$)	3.94	5.82	5	10									
Uber													
Revenue (US\$m)	51,405	59,366	2	2									
Gross profit (US\$m)	20,488	23,821	1	1									
Operating profit (US\$m)	6,099	8,286	0	0	N	92	191	105	14	100	5	FY26 20x EV/EBITDA 2yr avg.	FY26 20x EV/EBITDA 2yr avg.
EBITDA (US\$m)	8,688	10,948	1	2									
Net income (US\$m)	6,193	7,441	2	2									
EPS (US\$)	2.90	3.58	4	3									
DoorDash													
Revenue (US\$m)	13,157	15,849	2	4									
Gross profit (US\$m)	6,861	8,384	3	5									
Operating profit (US\$m)	868	1,716	6	8	OP	264	113	305	15	235	30	FY26 34x EV/EBITDA 2yr +2.5std.	FY26 26x EV/EBITDA 2yr +1std.
EBITDA (US\$m)	2,754	3,737	3	5									
Net income (US\$m)	1,119	1,785	14	9									
EPS (US\$)	2.44	3.89	14	8									
Shopify													
Revenue (US\$m)	11,247	13,767	3	5									
Gross profit (US\$m)	5,466	6,651	2	2									
Operating profit (US\$m)	1,846	2,443	1	0	OP	149	194	200	34	135	48	FY26 38x EV/GP ~2H19 avg.	FY26 26x EV/GP 2yr +2std.
EBITDA (US\$m)	1,892	2,500	0	1									
Net income (US\$m)	1,874	2,369	2	0									
EPS (US\$)	1.47	1.80	4	1									

資料來源: Bloomberg ; 凱基

Shopify (SHOP US)

圖 2 : Shopify – ESG 整體分數

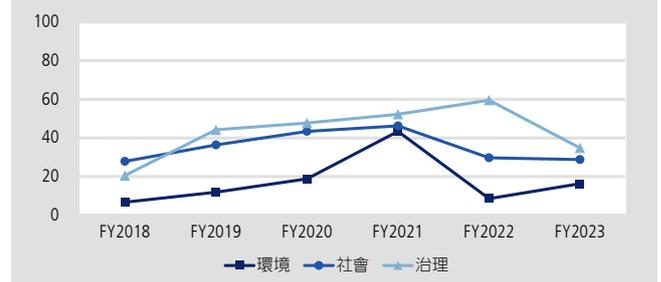
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 3 : Shopify – ESG 各項分數

ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 4 : Shopify – 能源消耗

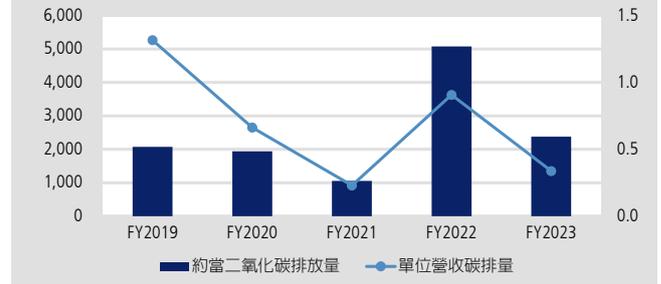
能源消耗, 十億焦耳 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 5 : Shopify – 碳排量

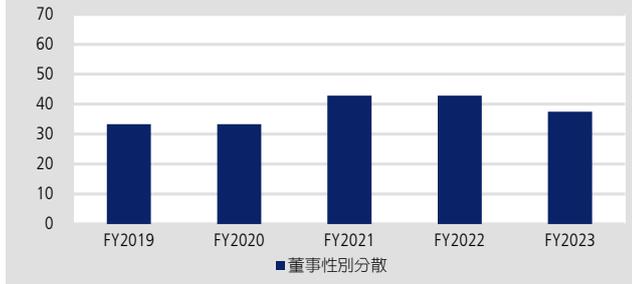
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸) ; 單位營收碳排量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 6 : Shopify – 董事性別多樣性

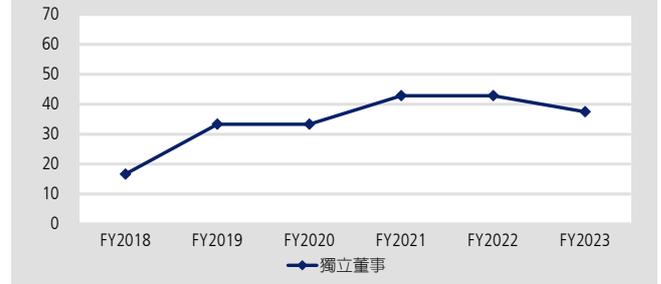
董事性別分散比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 7 : Shopify – 獨立董事

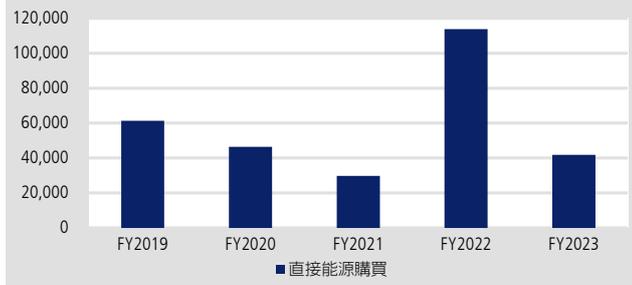
獨立董事佔比, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 8 : Shopify – 能源購買

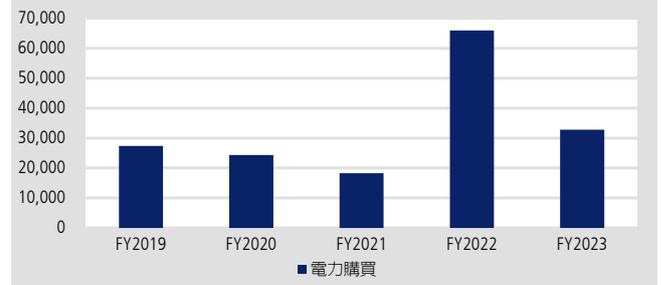
直接能源購買, 千兆焦耳



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 9 : Shopify – 電力購買

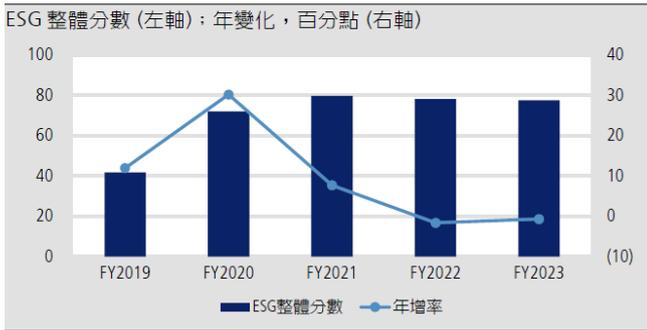
電力購買, 千兆焦耳



資料來源: Refinitiv、公司資料

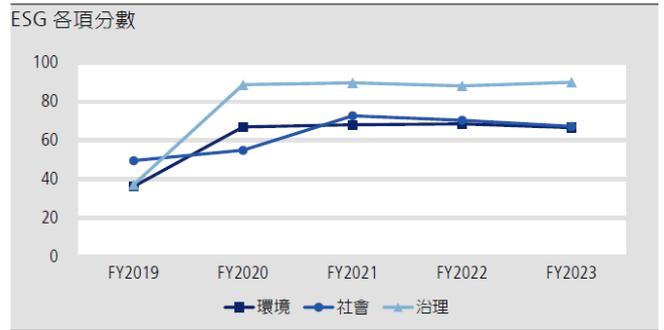
Uber (UBER US)

圖 10：Uber – ESG 整體分數



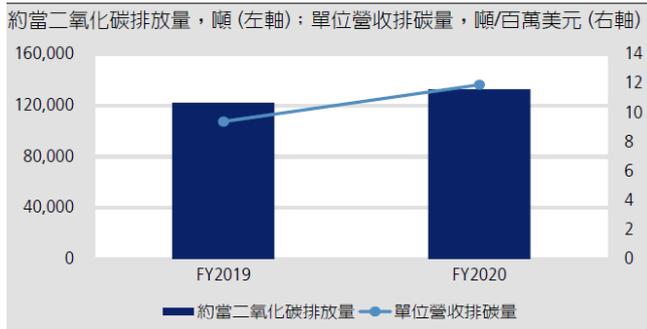
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Uber – ESG 各項分數



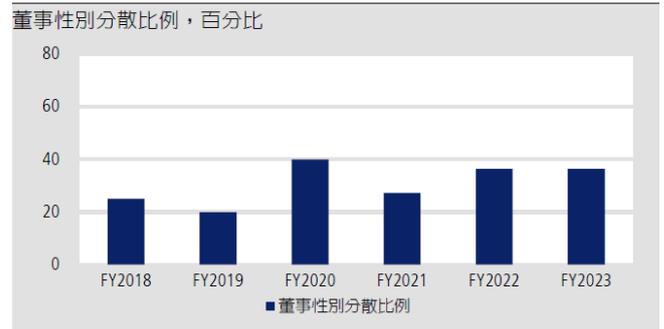
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Uber – 碳排量



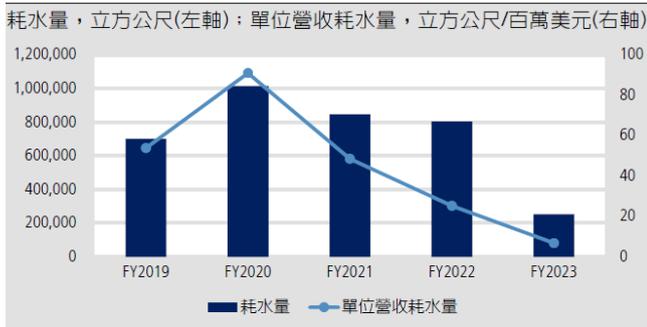
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Uber – 董事性別多樣性



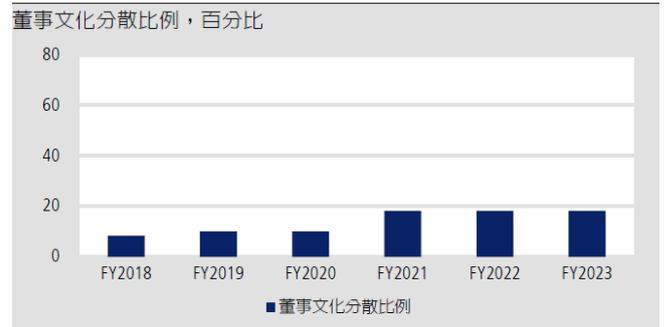
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Uber – 耗水量



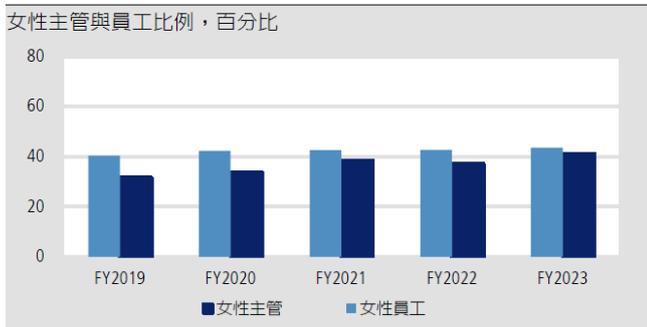
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Uber – 董事文化多樣性



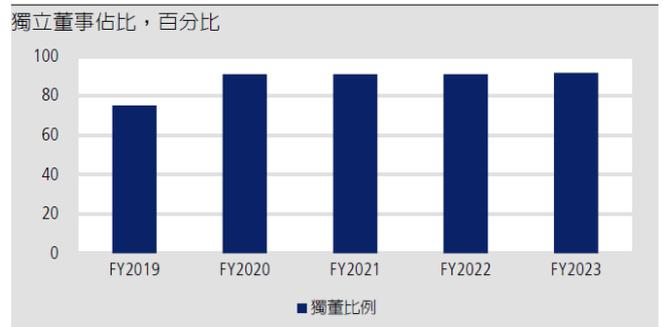
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Uber – 性別多樣性



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：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 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繫人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯繫人。凱基集團成員公司、其聯繫人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。