

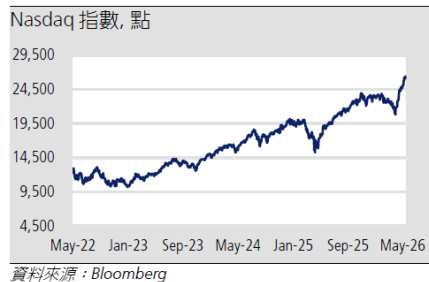
軟體產業：電商 & O2O

AI 購物聚焦商品發現，交易及履約回到平台基礎設施

焦點內容

1. 代理式商務：AI 聚焦商品發現，突顯商務基礎建設價值。
2. SHOP：成長由多引擎支撐，AI 成本短期壓抑訂閱毛利率。
3. SE：三大業務全面優於預期，高油價成本壓力仍在財測內。

Nasdaq 指數



ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Shopify	SHOP US	30	16	29	35
Sea Ltd	SE US	23	17	34	15

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 1Q26 財報。

評論及分析

代理式商務：AI 聚焦商品發現，突顯商務基礎建設價值。 AI 購物重心退回商品發現，短期更偏向強化站內轉換與商戶後台，符合凱基先前認為 SHOP 具備優異商務基礎設施地位、被外部 AI 入口完全繞過風險有限的觀點，焦點：(1) Amazon 5M26 推出 Alexa for Shopping，將 AI 導購嵌入 Amazon app 與 Echo Show，並整合 Rufus 商品知識與 Alexa+個人化能力；(2) OpenAI 3M26 將 ChatGPT 購物重點轉向商品發現，讓購買流程回到商戶自有網站；(3) SHOP 1Q26 已結構化 1bn+ 項商品，由商品目錄驅動的 AI 搜尋轉換率為一般 AI 搜尋的 2 倍，AI-powered 搜尋帶來的訂單量年增 13 倍；(4) SE AI 推薦與 AI 生成內容工具推動購買轉換率年增 14%，80% 客戶詢問已由 AI 處理，使每次客服接觸成本年減 30%。

SHOP：成長由多引擎支撐，AI 成本短期壓抑訂閱毛利率。 SHOP 1Q26 營收及營業利率優於預期 3%/1.3ppts，GMV 及 GPV 年增較上季加速 4/3ppts，2Q26 營收/營業利率財測年增 28%/0.4ppts 皆大致符合預期，惟營收隱含成長將放緩；訂閱毛利率低於預期 0.7ppts 係受 AI 產品用量提升帶來的 LLM 成本上升影響，部份被規模經濟抵銷，而去年的 3 個月試用期對 MRR 的逆風在本季結束，線下 GMV 年增 33%(vs. 上季加速 4ppts)係受多門市商戶成長帶動，B2B GMV 年增 80%(vs. 上季減速 4ppts)由新商戶加入及既有商戶成長共同推動，歐洲 GMV 年增 48%(vs. 上季加速 3ppts)反映多年投資效益浮現，Shop APP GMV 年增 70%、MAU 年增 40%+，直接在 Shop 購買的買家數年增 50%+，Shopify Payments GPV 年增較上季加速 3ppts，成長來自國際擴張、新市場採用率提升及 Shop Pay。

SE：三大業務全面優於預期，高油價成本壓力仍在財測內。 SE 1Q26 營收優於預期 7%、EBITDA 利潤率優於預期 1ppts，電商營收/GMV 優於預期 9/2%，電商 EBITDA 利潤率大致符合預期，FY26 財測維持不變；本季電商成長係來自活躍買家數/購買頻率年增 16%/12%、巴西市場成長加速、VIP 用戶黏著度上升以及節慶季節性，Shopee VIP 會員數達 10mn+(vs. 上季新增 3mn+)，目前貢獻亞洲 GMV 約 20%，遊戲 Bookings 優於預期 22%係玩家數增加與付費用戶滲透率提升(QPU/QAU 比例優於預期 1.4ppts)，金融業務 Monee 營收優於預期 8%係持續受信用業務擴張帶動，高油價對運送成本的壓力可能在 2Q26 更明顯，但管理層預估多國政府的補貼可吸收最後一哩運輸成本，整體仍在財測預期之內。

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	
	2026	2027	2026	2027				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
Sea Limited													
Revenue (US\$m)	29,305	35,804	6	0									
Gross profit (US\$m)	13,139	16,633	4	0									
Operating profit (US\$m)	2,990	4,336	4	0									
EBITDA (US\$m)	4,062	4,875	(2)	0	OP	88	57	105	19	105	0	FY26 16x EV/EBITDA 2yr -1.5std.	FY26 16x EV/EBITDA 2yr -1.5std.
Net income (US\$m)	2,417	3,191	(5)	0									
EPS (US\$)	4.32	4.85	(6)	0									
Shopify													
Revenue (US\$m)	14,820	18,330	1	0									
Gross profit (US\$m)	7,019	8,597	1	0									
Operating profit (US\$m)	2,678	3,465	1	0									
EBITDA (US\$m)	2,694	3,451	1	0	OP	97	124	130	33	153	(15)	FY26 59x EV/EBITDA 2yr -0.5std.	FY26 70x EV/EBITDA 2yr +0.5std.
Net income (US\$m)	2,377	3,082	(3)	0									
EPS (US\$)	1.82	2.38	(2)	0									

資料來源: Bloomberg ; 凱基

Shopify 財報會議摘要

- Shopify 公布 1Q26 財報，本季營收優於預期 3%，GMV/MRR 僅大致符合預期，惟 2Q26 財測缺乏明顯上行驚喜並隱含營收成長將放緩，且市場仍擔心 AI 將對電商入口重塑；財測方面，2Q26 營收 US\$3.4bn 年增 28% 大致符合預期，non-GAAP 營業利率 16.2% 年增 0.4ppts，低於預期 0.2ppts。
- 訂閱解決方案：1) 訂閱營收年增 21%(vs.上季加速 4ppts)，成長主要來自 Plus/Standard 月費、變動平台費及 apps/themes/domains 等服務收入；2) MRR 年增 16%(vs.上季加速 1ppts)，Shopify Plus 訂閱佔 MRR 35%(vs.上季增加 1ppts)，去年的 3 個月試用期對 MRR 的逆風已在 1Q26 結束；3) 訂閱毛利率 80.3% 低於預期 0.7ppts，係 Sidekick 等 AI 產品使用量提高帶來的 LLM 成本上升，部分成本已由規模經濟與客服效率改善所抵銷。
- 商戶解決方案：1) 商戶營收年增 39%(vs.上季加速 4ppts)，受 GMV 成長與 Shopify Payments 滲透率提升帶動；2) 商戶毛利率 39% 與去年同期持平。
 - 電商相關：1) 1Q26 GMV 年增 35%(vs.上季加速 4ppts)，係由既有商戶成長及新商戶加入共同貢獻，亦由大型商戶、歐洲與北美市場、offline、B2B、AI 通路、Shop app 等新需求帶動；2) Online GMV 成長年增加速，管理層認為 ChatGPT、Copilot、Google AI Surfaces、Meta 等新 AI 通路會使電商滲透率提升而非取代；3) Shop app GMV 年增 70%，MAU 年增 40%+，直接在 Shop 購買的 unique buyers 年增 50%+；4) 線下 POS GMV 年增 33%(vs.上季加速 4ppts)，主要受多門市商戶成長帶動；5) B2B GMV 年增 80%(vs.上季減速 4ppts)，由新商戶加入與既有商戶成長共同推動；6) 歐洲 GMV 年增 48%(vs.上季加速 3ppts，cc 年增 35%)，國際 GMV 年增 45%，跨境交易 GMV 佔總 GMV 16%，管理層表示歐洲能在 FY25 高基期後維持 mid-30s 固定匯率 GMV 成長，反映多年在當地市場投資開始發酵。
 - 金融科技相關：1) Shopify Payments GPV 年增 41%(vs.上季加速 3ppts)，滲透率 66.5%(vs.上季降低 1.3ppts)，成長來自歐洲、墨西哥等新市場採用提升、國際擴張與 Shop Pay；2) Shop Pay 處理

GMV 達 US\$35bn 年增 59%，美國以外 GMV 年增 70%+，反映國際化與在地付款方式支援持續推進；3) Transaction and loan losses 占營收 3.7%(vs. 去年增加 0.5ppts)，係因 payments、capital、credit 產品放量。

- AI 相關：1) 管理層表示 AI 已嵌入 Shopify 產品開發、通路與內部工作，目前已撰寫 50%+ 的程式碼；2) Sidekick 使用動能強勁，每週活躍使用商戶數年增 4 倍，商戶已透過 Sidekick 建立 12k+ 個客製化應用，季增 200%+，近半數 Shopify flow 是由 Sidekick 生成，主題編輯次數季增 1,000%+；4) SHOP 已結構化 1bn+ 項商品，涵蓋即時價格、準確庫存與乾淨商品屬性，使由商品目錄驅動的 AI 搜尋轉換率一般 AI 搜尋的 2 倍；5) AI-driven 的流量年增 8 倍，AI-powered 搜尋帶來的訂單量年增 13 倍，新買家訂單發生率接近其他通路的 2 倍。

圖 2: SHOP 1Q26 財報及 2Q26 財測暨市場共識比較

SHOP US US \$mn	1Q26						2Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	3,170	3,092	3	(14)	34	3,115	2	3,430	3,404	1	8	28
Merchant solutions	2,420	2,349	3	(16)	39				2,621			
Subscription solutions	750	743	1	(3)	21				782			
Key metrics												
GMV	100,743	98,771	2	(19)	35				111,246			
GPV	67,000	66,112	1	(20)	41				74,935			
GPV/GMV (%)	66.5	66.9	(0.4)ppts	(1.3)ppts	3.0 ppts				67.4			
MRR	212	211	0	3	16				218			
Gross profits	1,546	1,496	3	(9)	32				1,632			
Merchant solutions	944	894	6	(11)	40				998			
Subscription solutions	602	602	(0)	(4)	21				634			
Operating income	523	470	11	(31)	59	468	12	555	558	(1)	6	31
EBITDA	530	489	8	(31)	57				571			
Pretax income	577	537	7	(36)	44				635			
Net income	471	436	8	(26)	41				525			
EPS (US\$)	0.36	0.33	9	(25)	44				0.40			
Gross margin (%)	48.8	48.4	0.4 ppts	2.7 ppts	(0.8)ppts				48.0			
Merchant solutions	39.0	38.1	0.9 ppts	2.3 ppts	0.4 ppts				38.1			
Subscription solutions	80.3	81.0	(0.7)ppts	(0.7)ppts	0.1 ppts				81.1			
OP margin (%)	16.5	15.2	1.3 ppts	(4.2)ppts	2.6 ppts	15.0	1.5 ppts	16.2	16.4	(0.2)ppts	(0.3)ppts	0.4 ppts
Net margin (%)	14.9	14.1	0.8 ppts	(2.4)ppts	0.7 ppts				15.4			

資料來源：Bloomberg；凱基

Sea Limited 財報會議摘要

- Sea Limited 公布 1Q26 財報，EBITDA 利潤率/調整後 EPS 優於預期 1ppts/7%，市場關注的電商 EBITDA 利潤率 4.4% 季增 0.3ppts，顯示公司加大成長投資下獲利仍維持，且部分投資項目的單位經濟已開始改善；展望財測，維持 FY26 電商 GMV 年增 25% 目標，調整後 EBITDA 財測不低於 FY25，遊戲 Bookings 雙位數成長。
- 電商業務：1) 1Q26 Shopee GMV 年增 30% 優於預期 2%，總訂單量年增 29% 大致符合預期，成長係來自活躍買家數/購買頻率年增 16%/12%、巴西市場成長加速、VIP 用戶黏著度提升及節慶季節性加持；2) 廣告收入年增 80%(vs. 上季加速 10ppts)，take rate 年增 0.9ppts，廣告賣家數與平均廣告支出均年增 35%，反應 AI 個人化推薦與精準投放提升轉換率及變現能力；3) Shopee 調整後 EBITDA 利潤率年減 3ppts，係因持續投資物流與 Shopee VIP，但多數東協市場利潤率較上季改善；4) Shopee VIP 會員數達 10mn+(vs. 上季新增 3mn+)，平均留存率 80%+，目前貢獻亞洲 GMV 20%；5) 本季巴西為成長最快的市場，新增 3 座履約中心，Shopee Mall/高端商戶 GMV

年增 2+ 倍貢獻巴西 GMV 15%；6) 台灣 1Q26 GMV 維持雙位數年增，取貨點已擴大至 3.1k+ 個年增 50%；7) AI 推薦與 AI 生成內容工具推動購買轉換率年增 14%，80% 客戶詢問已由 AI 處理，使每次客服接觸成本減 30%。

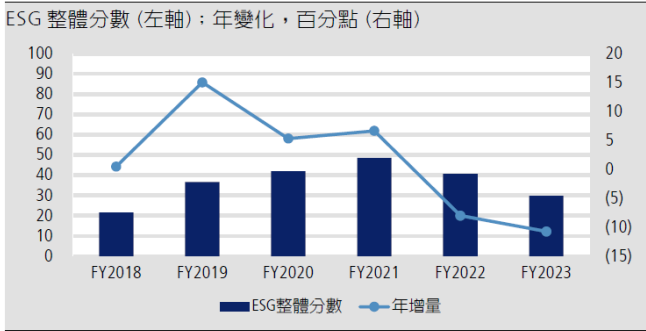
- 遊戲業務: 1) 1Q26 Garena Bookings 年增 20% 優於預期 22%，係因玩家數擴大與付費用戶滲透率提升；2) QAU 年增 1% 大致符合預期，QPU 年增 12% 優於預期 16%，QPU/QAU 比例優於預期 1.4ppts；3) Free Fire 1M26 推出 Jujutsu Kaisen 聯名合作，相關官方內容觀看次數超過 700mn 次，顯示公司在大型全球 IP 合作上的執行能力延續；4) Arena of Valor Bookings 創新高，管理層表示是內容更新與社群經營的投資成果，預期 FY26 將持續創紀錄。
- 金融服務業務: 1) 1Q26 Monee 營收年增 58% 優於預期 8%，持續由信用業務擴張帶動；2) 1Q26 新增 4.9mn 首次借款用戶，活躍信貸用戶超過 38mn 年增 35%+，平均貸款餘額年增 25%，成長係同時來自新客擴張及單一用戶借款餘額提升；3) Off-Shopee SPayLater loans 在泰國與印尼已占 SPayLater 組合 20%+，印尼高單價品類成長強勁，顯示分期信貸應用正從 Shopee 站內購物，延伸至更高客單價商品；4) 巴西 SPayLater 佔 GMV 滲透率 10%，仍低於成熟市場，但本季取得 SCFI license，未來可擴大金融服務範圍。
- 關注焦點: 1) 管理層表示高油價對運送成本的壓力將在 2Q26 更明顯，但多國政府補貼有助吸收最後一哩運輸成本，認為整體仍在財測預期內；2) ShopeeVIP 未來可能推出不同定價層級，並透過 ChatGPT 等合作夥伴優惠擴大會員權益、改善單位經濟。

圖 3: SE 1Q26 財報及 2026 財測暨市場共識比較

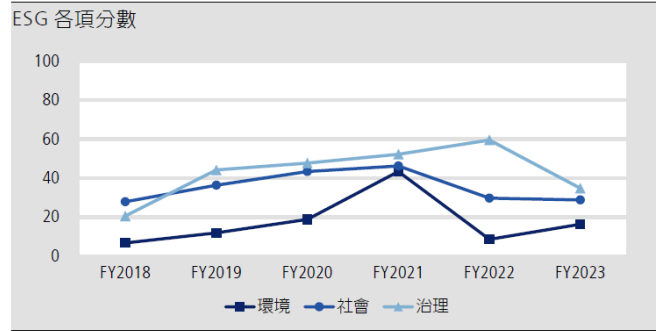
SE US Equity	1Q26						2026F						
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
In Millions of USD													
Revenue	7,097	6,632	7	4	47								
Digital Entertainment (Garena)	697	645	8	(1)	41								
E-Commerce (Shopee)	5,114	4,709	9	3	45								
Digital Financial Services	1,242	1,154	8	10	58								
Key metrics													
Garena													
Bookings	931	763	22	39	20								
QAU	667	659	1	5	1								
QPU	73	63	16	25	12								
QPU/QAU(%)	11	9	1.4 ppts	1.7 ppts	1.1 ppts								
Shopee													
GMV	37,300	36,449	2	2	30			159,125	159,125	0	158,956	0	25
Orders	4,000	3,990	0	0	29								
EC Take Rate(%)	13.7	12.9	0.8 ppts	0.2 ppts	1.4 ppts								
Gross profits	3,146	2,915	8	5	41								
Total expenses	2,553	2,266	13	5	43								
Operating income	593	648	(9)	5	30								
EBITDA	1,034	897	15	31	9								
Digital Entertainment	574	431	33	118	25								
E-Commerce	223	218	2	10	(16)								
Digital Financial Services	275	295	(7)	5	14								
Pretax Income	655	640	2	4	20								
Net income	561	576	(3)	2	(3)								
EPS (US\$)	0.88	0.82	7	5	(2)								
Gross margin (%)	44.3	43.9	0.4 ppts	0.6 ppts	(1.9)ppts								
OP margin (%)	8.4	9.8	(1.4)ppts	0.1 ppts	(1.1)ppts								
EBITDA margin (%)	14.6	13.5	1.0 ppts	3.1 ppts	(5.0)ppts								
Digital Entertainment	82.3	66.9	15.4 ppts	44.8 ppts	(10.1)ppts								
E-Commerce	4.4	4.6	(0.3)ppts	0.3 ppts	(3.1)ppts								
Digital Financial Services	22.2	25.6	(3.4)ppts	(1.1)ppts	(8.5)ppts								
Net margin (%)	7.9	8.7	(0.8)ppts	(0.1)ppts	(4.0)ppts								

資料來源: Bloomberg ; 凱基

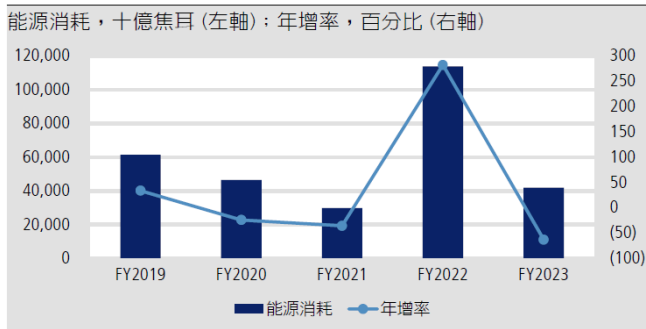
Shopify (SHOP US)

圖 4 : Shopify – ESG 整體分數


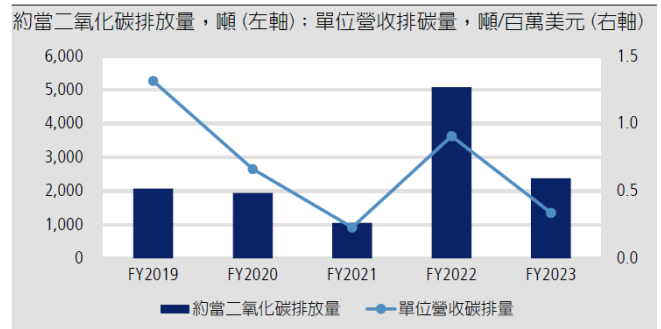
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 5 : Shopify – ESG 各項分數


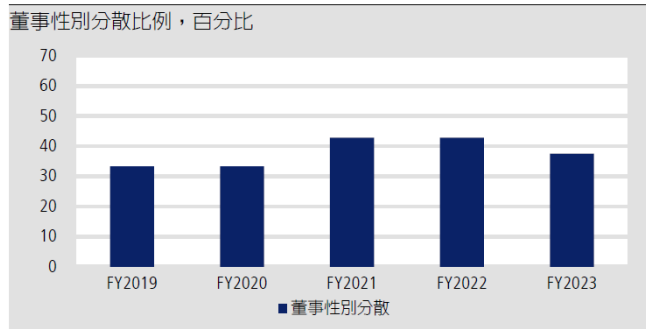
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 6 : Shopify – 能源消耗


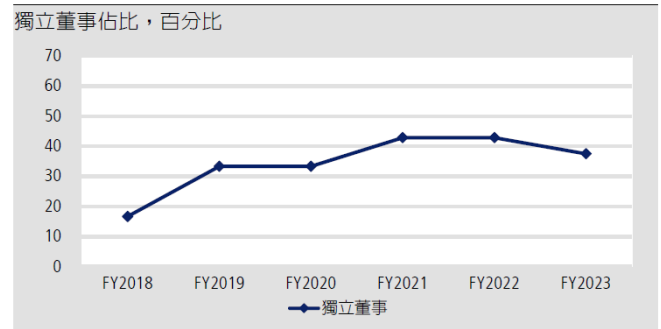
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 7 : Shopify – 碳排放量


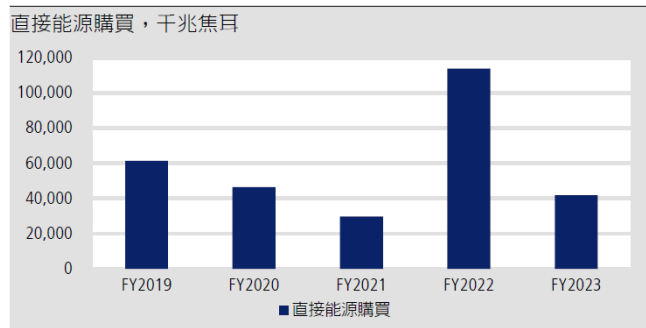
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 8 : Shopify – 董事性別多樣性


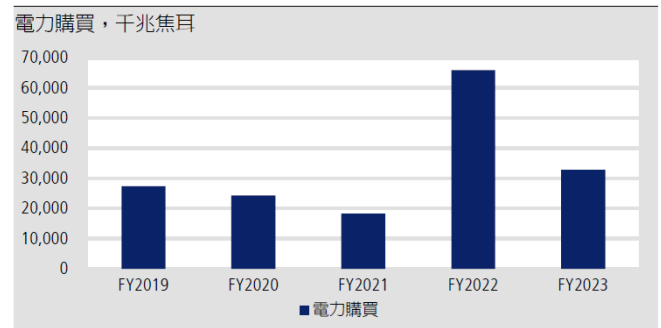
資料來源: Refinitiv、公司資料

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。