



軟體產業

2Q26 財報前瞻

消費性網路圍繞世足賽帶來的短期業績催化劑

焦點內容

1. EC & O2O：世界盃挹注電商需求，巴西競爭加劇下 MELI 具備完整生態系優勢。
2. Digital Ads：RDDT 資料授權業務出現雜音，但用戶動能維持穩健。
3. Fintech & Payments：OpenUSD 降低信用卡業者 V/M/A 被取代的風險。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

重要訊息

美國消費性軟體(Consumer Internet)公司將陸續公布 C2Q26 財報。

評論及分析

EC & O2O：世界盃挹注電商需求，巴西競爭加劇下 MELI 具備完整生態系優勢。2026 年世界盃帶動拉丁美洲消費活動升溫，球衣、運動用品、消費電子及居家觀賽相關品類需求增加，預期可為 2Q-3Q26 電商平台的流量、訂單量及 GMV 提供額外挹注，相較 AMZN 與 SE，MELI 在拉美市場的用戶基礎、商品供給、物流、支付與廣告生態系較為完整，預期受惠程度最為直接；此外，本季 MELI、SE 與 AMZN 均在巴西加大促銷、賣家激勵及倉儲物流投資，凱基認為在競爭擴大下平台須持續以投資來維持競爭差距，短期雖有助帶動 GMV 與營收成長，但也可能壓抑利潤率，考量 MELI 在巴西既有的物流規模、訂單密度與完整生態系優勢，看好其具備較佳的成本吸收與中期獲利修復能力。

Digital Ads：RDDT 資料授權業務出現雜音，但用戶動能維持穩健。近期 RDDT 與 OpenAI/GOOGL 內容授權是否續約帶來爭論，我們認為該司若能持續維持社群領導地位，平台資料便具有價值。Similarweb 數據顯示 2Q26 全球/美國網站流量年增由 1Q26 的 15/5%回升至 16/6%，我們認為主要受惠世界盃帶動社群討論熱度，以及搜尋與聊天機器人持續導流；雖 Apptopia 數據顯示 App 下載持續疲弱，但流量改善顯示用戶成長仍以既有用戶回訪及使用深度提升為主。廣告方面，我們觀察 Tinuiti 數據顯示 2Q26 廣告支出年增 33%(vs.上季 77%)，增速放緩主因基期較高而非需求轉弱。

Fintech & Payments：OpenUSD 降低信用卡業者 V/M/A 被取代的風險。V/M/A 在過去 4 屆世界盃的季度中財報優於預期機率達 75%，V 近年因 Plaid 收購案受阻、簽帳卡反壟斷調查、A2A 支付崛起、大型零售商評估穩定幣支付等 De-rating 事件不斷，然而 OpenUSD 由 Visa、Mastercard、Stripe、Coinbase 等逾 140 家企業參與，預計於 2026 年下半年推出，鎖定跨境 B2B、供應商結算與商戶撥款，並透過既有商戶、支付 API 與銀行連接降低導入門檻，合作夥伴可分享儲備收益及支付、換匯與託管收入，雖然 OpenUSD 發行、贖回、收益分配及監管架構仍未明朗，V/M/A 仍透過不同方式穩固自身支付環節的核心，考量 2H26 進入期中選舉下 CLARITY 等重大爭議法案通過機率較低，將為 V/M/A 評價回升帶來轉機。

投資建議

我們認為消費性網路次產業普遍面臨高成長基期，世足賽為短期業績催化劑，考量目前評價水平及財報公佈事件，短期偏好 MELI(拉丁美洲電商龍頭直接受益)、RDDT(社群討論熱度帶動流量加速成長)及 V(財報防禦性且 De-rating 因子開始淡化)。

投資風險

消費動能趨緩；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

EC & O2O

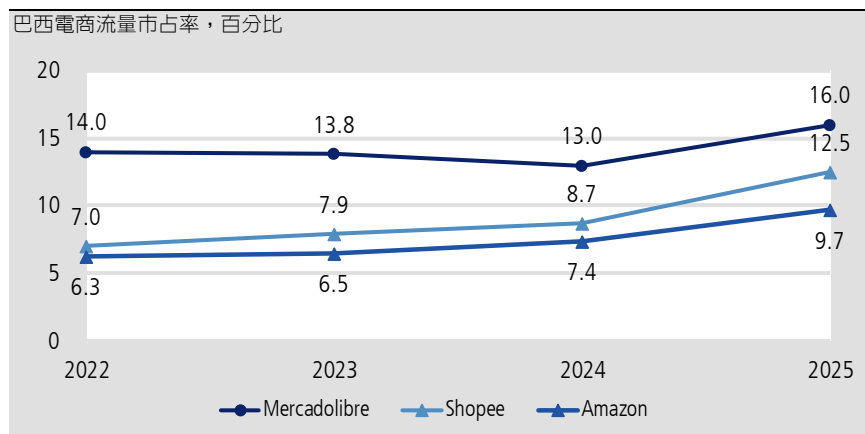
MELI 在巴西電商流量市占仍為第一，Shopee 與 Amazon 仍持續追趕

- MELI 在巴西以電商為入口，整合物流、支付、廣告、信貸，形成完整交易閉環，為防守 Shopee 在低價商品優勢，自 6M25 起將免運門檻由 R\$79 降至 R\$19，顯示其將布局延伸至低 ASP 與高頻消費。
- Shopee 在 2026 年則持續投資巴西倉儲物流、轉運與 last-mile 網路，並搭配 SPayLater 向較高 ASP、品牌商品滲透；Amazon 亦透過 Prime、FBA、1P 商品供給、佣金豁免、FBA 費率優惠等方式降低導入成本，藉此吸引本地賣家進駐。
- 巴西電商流量市占率顯示，MELI 由 2024 年的 13% 升至 2025 年的 16%，穩居第一，而 Shopee 由 8.7% 提高至 12.5%，增幅高於 MELI、Amazon，顯示低價、本地賣家與促銷策略持續帶動平台滲透，Amazon 市占則由 7.4% 提高至 9.7%，整體增幅仍相對溫和。

平台近期皆加碼賣家補貼及物流投資，預期利潤率回升將遞延

- 近期三家公司在巴西的競爭行動明顯轉趨密集，MELI 在 4M26 開始對部分商品提供賣家優惠措施，Shopee 在 5M26 宣布將新增 3 座配送中心，Amazon 則在 6M26 起針對 FBA 商品推出小時配送，上述競爭措施皆顯示各平台正同步加強商品價格、賣家供給與履約能力。
- 凱基認為在競爭擴大下，平台須持續以低免運門檻、賣家優惠、倉儲物流投資來維持競爭差距，短期有助於支撐 GMV 及營收成長，但補貼及投資成本亦將遞延利潤率回升；在相較之下，我們更看好 MELI 憑藉較大的訂單密度及物流規模，可具備較佳的成本吸收與中期獲利修復能力。

圖 1: MELI 流量市占仍領先，Shopee 平台滲透率快速提升



資料來源: Conversion : SimilarWeb : 凱基

圖 2: 巴西三大電商平台各具優勢，近期同步加碼巴西市場投資

比較項目	Mercadolivre	Shopee	Amazon
核心定位	以電商平台為入口，整合物流、廣告、支付與信貸	低價電商平台	以Prime、1P/3P電商平台與Amazon自營物流為核心
商品供給	以本地3P賣家為主，搭配1P、品牌、大型零售商、跨境商品及超市供給	中小型賣家與低價商品為主，持續擴大Shopee Mall、品牌及高價品類	全球及本地3P、1P與品牌商品並存，透過FBA、DBA等方案吸引本地賣家
Take rate	對特定賣家提供定向 take rate優惠	提高並細分 effective seller fee，同時選擇性投入 Pix/免運補貼	對符合資格的新 seller提供限期佣金豁免
物流補貼	6M25起將免運門檻降至R\$19，另降低部分中低價商品的賣家配送費	以免運券、促銷補貼及會員權益為主要工具	Prime提供免運權益
Fulfillment能力	Mercado Envios/Fulfillment提供入倉、倉儲、揀貨與配送，物流規模及訂單密度領先	SPX Express持續提高fulfillment滲透率，共有22座物流中心	FBA、DBA與FBA Onsite，Experimente FBA自7M26生效，新FBA賣家可享30天物流、取件與倉儲費豁免
支付與信貸	Mercado Pago、Mercado Crédito與信用卡形成完整金融閉環	Monee/SPayLater提供消費信貸	以信用卡、Pix、boleto、NuPay 為主，較偏支付便利與會員回饋，尚未形成閉環

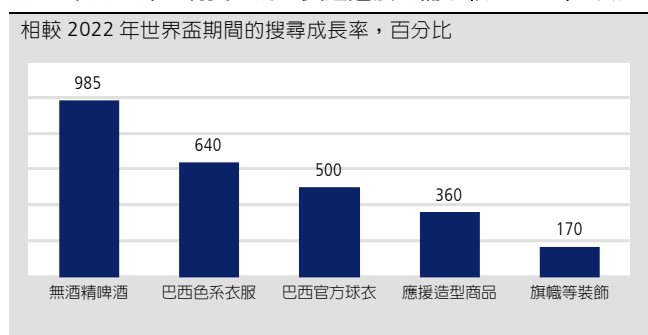
資料來源: 凱基

本次世界盃需求已提前在 5M26 反映且需求遠超上一次世界盃

- 根據 MELI Trends 數據顯示，5M26 巴西消費者對無酒精啤酒、巴西色系衣服、官方球衣及應援造型的商品搜尋量，已分別較 2022 年世界盃期間增加 985%/640%/500%/360%，顯示本次消費者需求在正式賽事開始前已先提前反映，且相較過往更高。
- 巴西 CNC 亦預估世界盃可為當地零售市場帶來 R\$4.32bn 額外收入，其中超市、食品與飲料達 R\$2.97bn，占整體增量近 70%，其次為服飾與配件 R\$804mn。

預期本季 AMZN、MELI、SE 皆可受惠於世界盃帶來的大量零售消費

- 比較三大電商平台，MELI 受惠世界盃的程度應最高，係因其品類同時涵蓋低單價週邊商品及高單價居家觀賽設備，且其為拉丁美洲流量最大的綜合電商，世界盃需求較易轉化為整體 GMV 增量；Shopee 主要聚焦在低單價及高頻的大眾消費品，預期亦能帶動其訂單量；Amazon 則在 Smart TV、食品飲料及快速配送方面具優勢，但巴西業務相對集團規模較小，對整體財報的貢獻較為稀釋。
- 凱基回測過去四季世界盃期間 EC&O2O 財報表現，數據顯示 AMZN、SE、MELI 等電商平台財報表現皆優於至符合預期，大型賽事期間的消費題材與市場關注度確實能為電商平台提供短期催化劑，我們亦正向看待本季財報表現，其中更看好 MELI 財報表現將優於市場預期。

圖 3: 本次世界盃消費者對球賽週邊搜尋需求較 2022 年強勁


資料來源: MELI Trends ; 凱基

圖 4: 回測世界盃電商財報表現，顯示大多優於至符合預期

World Cup	2Q10	2Q14	2Q18	4Q22
AMZN	in line	in line	beat	mixed
SE	-	-	beat	beat
MELI	in line	beat	miss	beat
UBER	-	-	-	beat
DASH	-	-	-	beat
BKNG	beat	miss	beat	beat
ABNB	-	-	-	beat
EXPE	miss	beat	beat	miss
MA	miss	beat	beat	beat
V	beat	in line	beat	beat

資料來源: 凱基

Digital Ads & Entertainment

RDDT 流量加速受惠國際體育賽事催化，流量動能反轉向上

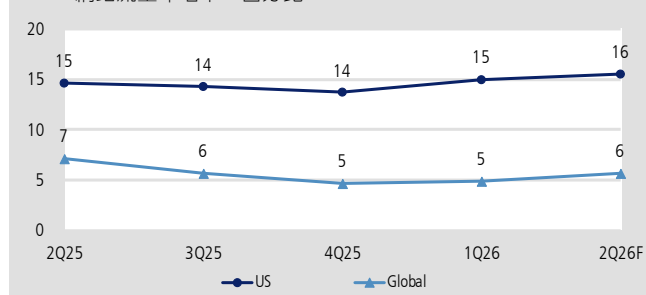
- 我們觀察 Similarweb 流量數據顯示 2Q26 全球不重複訪客預估年增 15.5%，較 1Q26 的 15.0% 略為加速；美國流量年增亦自 4.9% 回升至 5.7%，我們認為主要驅動包含：1) 世界盃帶動運動類社群討論熱度提升；以及，2) AI 聊天機器人及搜尋引擎導流貢獻持續。
- 相較之下，Apptopia 數據顯示 2Q26 全球 App 下載年減 27.9%，降幅較 1Q26 年減 7% 擴大，惟我們認為此數據僅反映新增獲客，與流量走勢形成反差，顯示成長多來自既有用戶回訪與使用深度提升，亦呼應管理層於 1Q26 提及現階段用戶使用頻率(Frequency)較觸及率(Reach)更為關鍵之論述。

DAU 維持雙位數成長，同時關注資料授權業務進展

- 市場共識 2Q26 整體/美國 DAU 年增約 18/8%，較上季加速 1/1ppts 顯示成長動能回升，用戶基礎持續擴大下與流量加速趨勢相互呼應，反映 RDDT 在用戶規模與參與度上均維持穩健成長軌跡。
- 隨 DAU 與流量維持成長，廣告庫存可望同步增加；考量美國用戶 ARPU 約為 RoW 的 4-5 倍，美國 DAU 回升仍有助支撐整體廣告變現。不過在去年高基期影響下我們預期 2Q26 及 3Q26 廣告業務將維持穩健但難有明顯加速，我們認為整體財報亮點相對有限；惟近期 Google 內容授權續約相關消息雖為市場帶來短期雜訊，但資料授權業務仍存在優於預期的可能，若新增合作或認列時點優於市場預期，仍可能成為本季意料之外的驚喜。

圖 5: RDDT 網站流量成長動能回升，使用動能重新改善

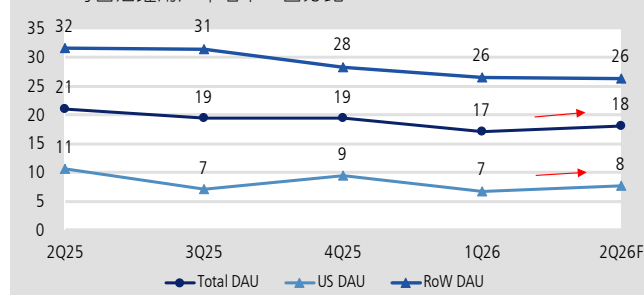
Reddit 網站流量年增率，百分比



資料來源: SimilarWeb ; 凱基

圖 6: 市場共識 2Q26 DAU 年增率重返加速趨勢

Reddit 每日活躍用戶年增率，百分比



資料來源: BBG ; 凱基

RDDT 廣告業務進入高基期，成長逐步回歸常態

- Tinuiti 數據顯示 2Q26 RDDT 廣告支出預估年增約 33%，雖較 1Q26 的 77% 放緩，主要反映去年同期低基期效應消退，以及 TikTok 禁令不確定性期間預算提前流入 RDDT 等替代平台所造成的高比較基期而非需求轉弱。

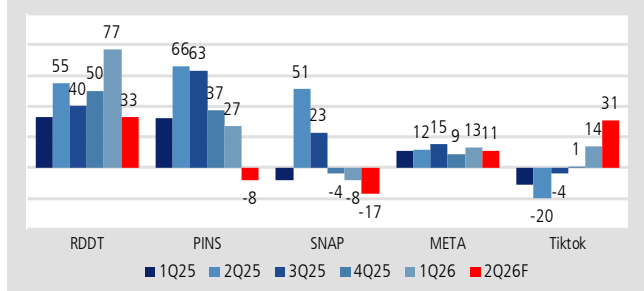
- 相較同業 RDDT 仍為主要社群平台中廣告成長最快的平台之一，2Q26 預估支出成長仍高於 Meta(+11%)、SNAP(-17%)及 PINS(-8%)以外多數成熟平台，顯示品牌廣告主仍持續提高對 RDDT 的預算配置。長期來看，我們仍認為 RDDT 廣告動能仍具韌性，受惠廣告主持續提高平台滲透率，以及 AI 產品持續完善，長期市占率仍具提升空間。

AI 廣告工具持續升級，有望進一步提升 RDDT 廣告變現效率

- 綜觀產業趨勢，GOOGL 近年持續推動 PMax、AI Max for Search 及 AI 自動出價(Smart Bidding)等產品；META 則透過 Advantage+ Shopping Campaigns(ASC)、Advantage+ Creative 及生成式 AI 素材工具，提高廣告素材生成、自動投放及受眾最佳化能力，持續改善廣告主 ROI 與轉換效率，AI 已逐步成為各大數位廣告平台的重要競爭方向。
- RDDT 近期亦積極推出 DPA、Reddit Pro、Reddit Insights 及 Max 等中低漏斗產品，持續提升廣告素材生成、受眾擴展(Targeting)及投放效率。雖目前仍處早期階段，但隨 AI 功能持續完善與廣告主採用率提升，亦有望進一步縮小與大型平台的差距。

圖 7: RDDT 廣告業務開始面臨高成長基期下動能仍高於同業

美國廣告支出年增率，百分比



資料來源: tinuiti ; 凱基

圖 8: AI 廣告產品發展比較：RDDT 持續完善產品矩陣

	核心AI廣告產品	AI應用重點	第一方資料優勢	主要變現場景	短期觀察重點
Reddit	Reddit Max、Dynamic Product Ads(DPA)、Reddit Insights	自動化投放、素材生成、受眾最佳化	社群討論與高Intent內容	社群探索、商品推薦、品牌互動	Reddit Max滲透率、DPA採用率、AI工具變現
Meta	Advantage+ Suite、Generative AI Creative	全自動Campaign最佳化、創意生成、Audience Expansion	Social Graph與用戶行為資料	社群廣告、電商轉換、Reels	Advantage+滲透率、Reels變現效率
Google	Performance Max(PMax)、AI Max for Search、Smart Bidding	搜尋與Shopping最佳化、自動出價、跨渠道投放	Search Intent、YouTube與Google生態系	Search、Shopping、YouTube、Display	AI Overviews、AI Max、Performance Max採用率

資料來源: 凱基

Fintech & Payments

監管與替代支付風險持續削弱 Visa 護城河溢價

- 2021-2023 年：Visa 以 US\$5.3bn 收購 Plaid 遭美國司法部阻止，簽帳卡業務亦受到反壟斷調查，市場擔心 Visa 無法透過併購整合新支付管道，且既有議價能力可能受到限制。此外，Plaid、PayPal 推動帳戶對帳戶支付，使消費者可直接由銀行帳戶完成交易，市場開始質疑 Visa 是否仍為支付流程中不可繞過的中介。
- 2025 年：Amazon、Walmart 等公司傳出評估穩定幣支付，使市場擔心大型零售與電商平台可自行掌握支付、儲值與結算，減少對發卡行、收單機構與 Visa 卡網路的依賴。

OpenUSD 降低 Visa 被取代風險，但全面 re-rating 仍待驗證

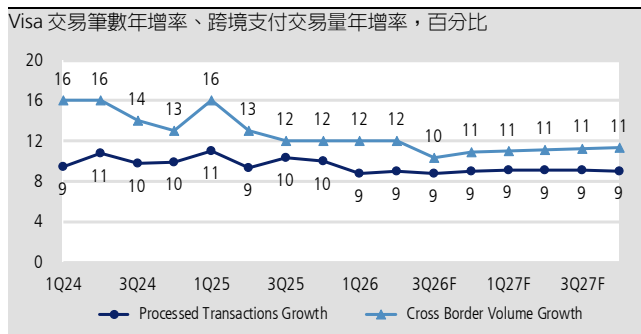
- Mastercard、Stripe、Coinbase 等業者同樣參與聯盟，OpenUSD 並非 Visa 獨有產品，Visa 能否取得具吸引力的收益分配及交易角色，仍取決於其商戶覆蓋、銀行連接與全球支付基礎設施的議價能力。

- 若穩定幣主要取代既有卡交易，而 Visa 僅取得費率較低的清算與 VAS 收入，新增收入可能僅能補償原有高毛利支付收入流失，難以直接形成顯著的 EPS 增量。
- 凱基認為 OpenUSD 現階段較大的投資意義，是降低 Visa 在穩定幣普及後遭支付流程完全繞過的風險，而非立即帶來獲利預估上修，F4Q26 應持續關注跨境交易量、支付筆數及 VAS 成長。

圖 9: Visa 估值二度下修，反映市場對支付替代風險的擔憂



圖 10: 跨境成長放緩，交易成長逐步回歸常態



OpenUSD 整合支付與商業平台，將穩定幣延伸為美元清算基礎設施

- OpenUSD 為美元 1 : 1 支持的穩定幣，由 Visa、Mastercard、Stripe、Coinbase 等逾 140 家企業參與，預計於 2026 下半年推出。
- 不同於 USDT、USDC 主要從加密交易市場成長，Open USD 鎖定跨境 B2B 付款、供應商結算、商戶撥款與企業資金調度。
- OpenUSD 的合作夥伴直接掌握商戶、支付 API、銀行連接與企業軟體，可將 OpenUSD 嵌入既有付款流程，降低企業導入門檻。

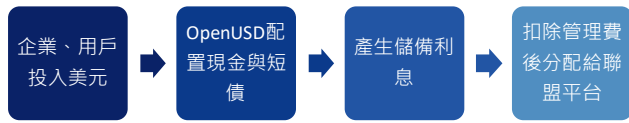
共享儲備收益換取支付流量，通路平台成為主要受益者

- 企業、用戶投入的美元將配置於現金、短期美國公債等低風險資產，而儲備利息為 OpenUSD 最主要的收益來源。
- 儲備收益扣除管理費後，分配給帶來餘額、商家與交易量的合作夥伴；各平台另可賺取支付處理、換匯、託管及商戶服務費，提高推廣誘因。

聯盟治理與收益分配尚未明朗，監管落地為最大變數

- 目前法定發行人、儲備管理人與贖回責任尚未完全明朗；若平台依客戶持有餘額返還分潤，可能被視為變相付息。
- 合作方涵蓋銀行、卡組織、交易所與科技平台，各方在分潤、鏈別、資料管理上可能存在利益衝突，影響決策效率。

圖 11: OpenUSD 商業模式流程圖



資料來源: 凱基

圖 12: USDT、USDC、OpenUSD 競爭模式比較

項目	USDT	USDC	OpenUSD
核心市場	加密交易、離岸美元	合規機構、DeFi	企業支付、跨境B2B
主要通路	全球交易所	Coinbase為核心	Stripe、卡組織及商業平台
儲備收益	Tether保留	Circle保留部分並分潤	扣除管理費後分配給合作夥伴
核心優勢	流動性	合規與鏈上整合	支付入口與共享收益
主要風險	監管與透明度	通路議價壓力	治理與分潤規則未明

資料來源: 凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海紅寶石路 500 號東銀中心 A 座 2703B-2704 室 郵政編號：201103
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888-傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888-傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888-傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188-傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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内部研究活動。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。