

軟體產業：電商與O2O

消費強勁無虞，惟維持穩固地位的投資傷害短期利潤

焦點內容

1. 電商銷售再次優於預期，客群擴張投資限制獲利表現。
2. 乘車及外送需求穩健，加速佈局自動駕駛和配送。

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
Uber	UBER US	78	67	67	90
DoorDash	DASH US	46	25	53	47

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 3Q25 財報。

評論及分析

電商：電商銷售再次優於預期，客群擴張投資限制獲利表現。SHOP 3Q25 營收及營業利益率優於預期 3%/大致符合預期，GMV 及 GPV 優於預期 4/5%，4Q25 營收/調整後營業利益率財測年增 27%/減 1.5ppts，大致符合預期，考量線下 POS(年增 31% vs. 上季加速 2ppts)、國際業務、B2B 等 GMV 皆有亮眼表現，我們認為該司不僅止於受惠關稅帶來的短期消費順風，代理式商務方面，年初以來轉向 Shopify 的 AI 流量成長 7x 且帶來的訂單成長 11x，管理層表示與 OpenAI 合作可提升流量及轉換率。我們認為新訂閱商家免費試用延長、大型品牌業者占比增加、交易與貸款損失費上升拖累獲利為短期或基期因素逆風，正向看待該司 TAM 擴張維持產業領導地位及成長動能。SE 3Q25 營收優於預期 8%、EBITDA 利潤率大致符合預期，電商營收及 GMV 優於預期 6/2%，EBITDA 利潤率低於預期 0.8ppts，4Q25 GMV 財測年增 22%優於預期 3%，維持 FY25 遊戲 Bookings 年增 >30%，而電商 EBITDA 表現受加速投資物流能力與深化會員互動影響拖累，管理層認為台灣跨境電商及直播電商的競爭影響有限，將持續增強履約優勢及利用 AI 提高轉化率，我們認為 CPNG 主要侵蝕 PChome 市佔，TikTok Shop 主要侵蝕 Lazada 市佔，惟此舉限制了短期獲利大幅上修的機會。

O2O：乘車及外送需求穩健，加速佈局自動駕駛和配送。Uber 3Q25 訂單金額及調整後 EBITDA 大致符合預期，以外送營收及調整後 EBITDA 優於預期 5/3%相對強勁 (vs. 乘車皆大致符合預期)，4Q25 訂單金額及 EBITDA 財測大致符合預期，乘車方面稀疏地區策略有效，成長為高密度市場 1.5x，滲透率 20%仍具成長空間，外送方面雜貨與零售成長高於餐飲外送，年化訂單金額達 US\$12bn 且變動貢獻轉正，自駕方面短期仍無法盈利，預期 FY26 底在 10+個城市部署自駕車，NVIDIA Drive 及 Stellantis 的整合方案將加速 1P(短期)+3P(長期)於 Uber 平台部署自駕車的意願和速度。DoorDash 3Q25 訂單金額 (GOV) 及調整後 EBITDA 利潤率皆大致符合預期，4Q25 訂單金額優於預期 11%(Deliveroo 併購影響)，調整後 EBITDA 低於預期 4%，管理層指出 2026 聚焦打造 AI-Native 技術平台及擴張新產品(DashMart 等)，自駕配送發展仍處早期，與核心平台整合後具有成本優化的潛力。

投資建議

凱基電商 & O2O 類股偏好排序維持：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) > DASH (維持良好執行力，惟正值併購擴張及自動配送投資週期) > UBER (持續面臨 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)	21,940	27,086	2	3									
Gross profit (US\$mn)	10,086	12,777	1	3									
Operating profit (US\$mn)	2,364	3,558	1	(0)	OP	142	84	185	30	220	(16)	FY26 23x EV/EBITDA 2yr + 1std.	FY26 26x EV/EBITDA 2yr + 2std.
EBITDA (US\$mn)	3,586	4,476	1	(6)									
Net income (US\$mn)	2,041	2,894	(13)	(15)									
EPS (US\$)	3.73	5.23	(5)	(10)									
Uber													
Revenue (US\$mn)	51,927	60,571	1	2									
Gross profit (US\$mn)	20,690	24,227	1	2									
Operating profit (US\$mn)	5,624	8,387	(8)	1	N	94	194	105	12	105	0	FY26 20x EV/EBITDA 2yr avg.	FY26 20x EV/EBITDA 2yr avg.
EBITDA (US\$mn)	8,724	10,981	0	0									
Net income (US\$mn)	11,271	7,920	82	6									
EPS (US\$)	5.29	3.60	82	1									
DoorDash													
Revenue (US\$mn)	13,705	17,851	4	13									
Gross profit (US\$mn)	7,067	9,169	3	9									
Operating profit (US\$mn)	828	1,517	(5)	(12)	OP	201	86	245	22	305	(20)	FY26 28x EV/EBITDA 2yr + 1std.	FY26 34x EV/EBITDA 2yr + 2.5std.
EBITDA (US\$mn)	2,775	3,670	1	(2)									
Net income (US\$mn)	994	1,511	(11)	(15)									
EPS (US\$)	2.25	3.36	(8)	(14)									
Shopify													
Revenue (US\$mn)	11,368	13,813	1	0									
Gross profit (US\$mn)	5,509	6,665	1	0									
Operating profit (US\$mn)	1,873	2,483	1	2	OP	159	207	200	26	200	0	FY26 38x EV/GP ~2H19 avg.	FY26 38x EV/GP ~2H19 avg.
EBITDA (US\$mn)	1,906	2,523	1	1									
Net income (US\$mn)	1,875	2,447	0	3									
EPS (US\$)	1.45	1.85	(1)	3									

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2: SHOP 3Q25 財報及 4Q25 財測暨市場共識比較

SHOP US	3Q25							4Q25F				
US \$mn	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	2,844	2,758	3	6	32	2,746	4	3,571	3,484	2	26	27
Merchant solutions	2,145	2,056	4	6	38				2,717			
Subscription solutions	699	702	(0)	7	15				767			
Key metrics												
GMV	92,013	88,795	4	5	32				116,501			
GPV	60,000	57,132	5	5	40				77,194			
GPV/GMV (%)	65.2	64.3	0.9 ppts	0.3 ppts	3.7 ppts				66.3			
MRR	193	195	(1)	4	10				202			
Gross profits	1,391	1,403	(1)	7	24				1,689			
Merchant solutions	820	792	4	7	33				1,026			
Subscription solutions	571	611	(7)	7	14				663			
Operating income	465	434	7	10	16	437	6	690	692	(0)	48	18
EBITDA	473	440	8	9	15				711			
Pretax income	374	521	(28)	36	23				776			
Net income	441	445	(1)	(3)	5				675			
EPS (US\$)	0.34	0.34	0	(3)	3				0.51			
Gross margin (%)	48.9	50.9	(2.0)ppts	0.3 ppts	(2.8)ppts				48.5			
Merchant solutions	38.2	38.5	(0.3)ppts	0.3 ppts	(1.5)ppts				37.8			
Subscription solutions	81.7	87.0	(5.3)ppts	0.1 ppts	(0.6)ppts				86.5			
OP margin (%)	16.4	15.7	0.6 ppts	0.5 ppts	(2.2)ppts	15.9	0.4 ppts	19.3	19.9	(0.5)ppts	3.0 ppts	(1.5)ppts
Net margin (%)	15.5	16.1	(0.6)ppts	(1.5)ppts	(3.9)ppts				19.4			

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: DASH 3Q25 財報及 4Q25 財測暨市場共識比較

DASH US	3Q25							4Q25F				
US \$mn	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	3,446	3,356	3	5	27				3,602			
Key metrics												
Total orders (mn)	776	767	1	2	21				817			
Marketplace GOV (US\$m)	25,015	24,574	2	3	25	24,450	2	29,200	26,240	11	17	37
GOV per order (US\$)	32	32	1	1	4				32			
Gross profits	1,759	1,763	(0)	3	28				1,902			
Operating income	258	271	(5)	58	141				301			
Adjusted EBITDA	754	748	1	15	41	730	3	760	795	(4)	1	34
Pretax Income	248	365	(32)	(8)	159900				395			
GAAP Net income	244	300	(19)	(14)	51				328			
GAAP EPS (US\$)	0.55	0.68	(19)	(15)	45				0.73			
Gross margin (%)	51.0	52.5	(1.5)ppts	(1.2)ppts	0.2 ppts				52.8			
OP margin (%)	7.5	8.1	(0.6)ppts	2.5 ppts	3.5 ppts				8.4			
EBITDA margin (%)	21.9	22.3	(0.4)ppts	1.9 ppts	2.2 ppts				22.1			
Net margin (%)	7.1	8.9	(1.9)ppts	(1.6)ppts	1.1 ppts				9.1			

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4: UBER 3Q25 財報及 4Q25 財測暨市場共識比較

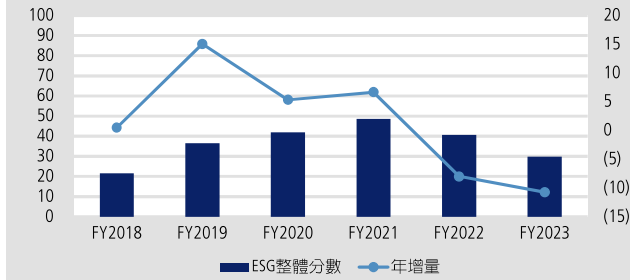
UBER US US\$m	3Q25						4Q25F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	13,467	13,225	2	6	20				14,059			
Mobility	7,682	7,622	1	5	20				8,203			
Delivery	4,477	4,282	5	9	29				4,555			
Freight	1,308	1,311	(0)	4	(0)				1,289			
Key metrics												
MAPC	189	184	3	5	17				193			
Trips	3,512	3,379	4	7	22				3,583			
Monthly Trips per MAPC	19	18	1	2	4				19			
Gross Bookings	49,740	48,808	2	6	21	49,000	2	53,000	52,223	1	7	20
Mobility	25,111	24,822	1	6	20				26,823			
Delivery	23,322	22,712	3	7	25				24,157			
Freight	1,307	1,305	0	4	(0)				1,288			
Take rate (%)												
Mobility	30.6	30.7	(0.1)ppts	(0.1)ppts	0.1 ppts				30.6			
Delivery	19.2	18.9	0.3 ppts	0.3 ppts	0.6 ppts				18.9			
Total	27.1	27.1	(0.0)ppts	0.0 ppts	(0.2)ppts				26.9			
Gross profits	5,358	5,252	2	6	21				5,610			
Operating income	1,113	1,591	(30)	(23)	5				1,844			
EBITDA	2,256	2,256	0	6	33	2,240	1	2,460	2,463	(0)	9	34
Mobility	2,038	2,037	0	7	21				2,186			
Delivery	921	898	3	5	47				984			
Freight	(20)	(679)	-	-	-				(707)			
Net income	6,626	1,838	260	389	154				2,048			
EPS (US\$)	3.1	0.69	352	394	159				(357)			
Gross margin (%)	39.8	39.7	0.1 ppts	(0.1)ppts	0.2 ppts				39.9			
OP margin (%)	8.3	12.0	(3.8)ppts	(3.2)ppts	(1.2)ppts				13.1			
EBITDA margin (%)	16.8	17.1	(0.3)ppts	0.0 ppts	1.6 ppts				17.5			
Mobility	26.5	26.7	(0.2)ppts	0.4 ppts	0.3 ppts				26.6			
Delivery	20.6	21.0	(0.4)ppts	(0.7)ppts	2.5 ppts				21.6			
Freight	(1.5)	(51.8)	50.3 ppts	(1.1)ppts	(0.1)ppts				(54.9)			
Net margin (%)	49.2	13.9	35.3 ppts	38.5 ppts	25.9 ppts				14.6			

資料來源：Bloomberg：凱基

Shopify (SHOP US)

圖 5：Shopify – ESG 整體分數

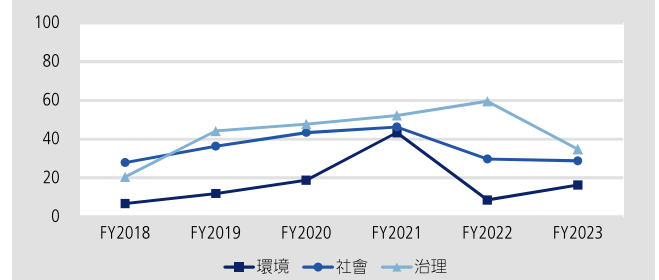
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 6：Shopify – ESG 各項分數

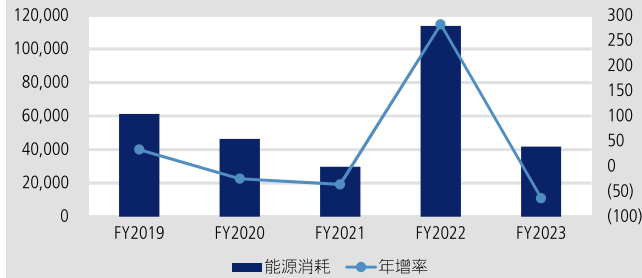
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 7：Shopify – 能源消耗

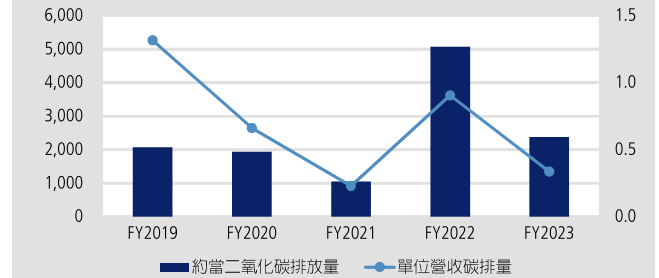
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8：Shopify – 碳排量

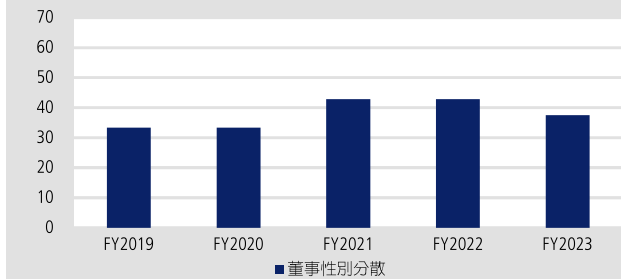
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Shopify – 董事性別多樣性

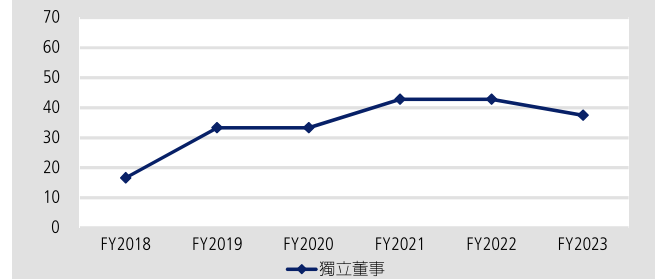
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Shopify – 獨立董事

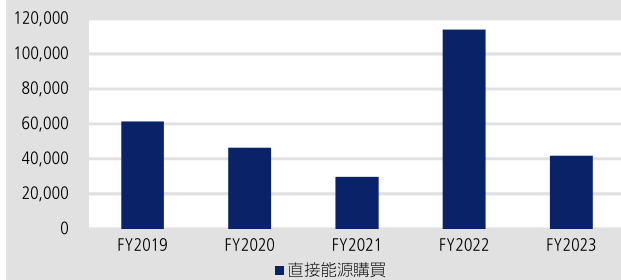
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Shopify – 能源購買

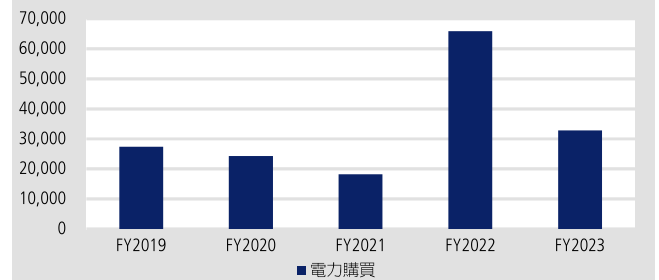
直接能源購買，千兆焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Shopify – 電力購買

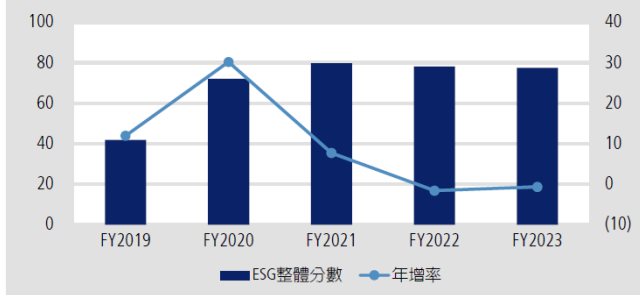
電力購買，千兆焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

Uber (UBER US)
圖 13：Uber – ESG 整體分數

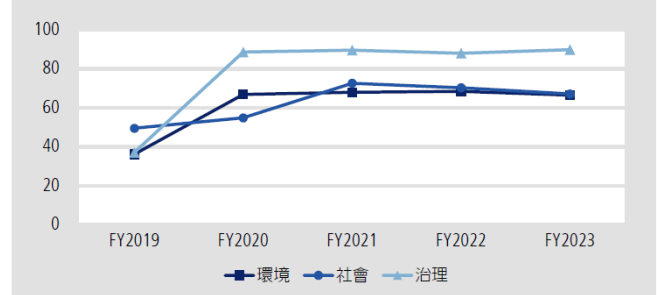
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Uber – ESG 各項分數

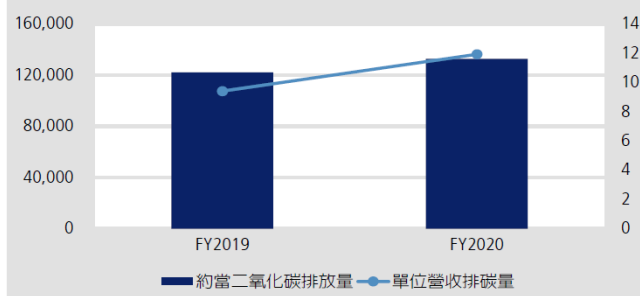
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Uber – 碳排量

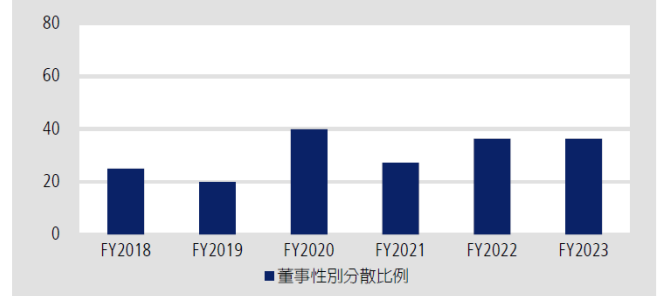
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Uber – 董事性別多樣性

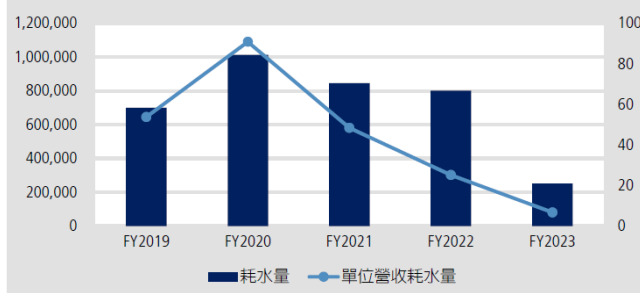
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Uber – 耗水量

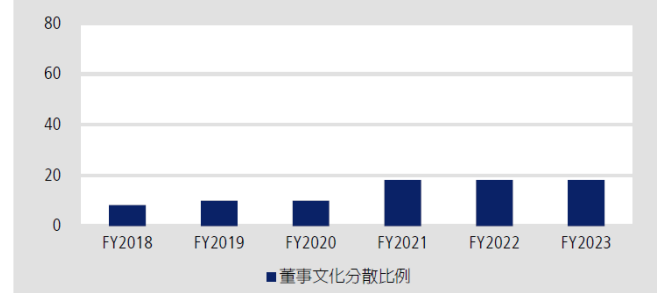
耗水量，立方公尺 (左軸)；單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Uber – 董事文化多樣性

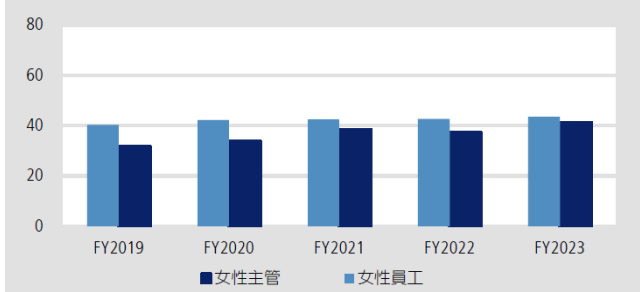
董事文化分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：Uber – 性別多樣性

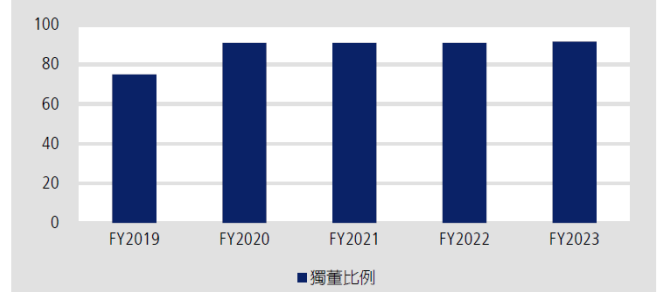
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：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，并不能在未獲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。