

## 軟體產業：電商 & O2O

### 自駕擴張/AI 去中介化疑慮持續，平台護城河仍在履約閉環

#### 焦點內容

1. 自駕發展：商用擴張持續，部署速度仍受法規影響。
2. AI 去中介化議題：前端流量入口重塑，履約與留存率仍是平台護城河。
3. UBER：雙平台飛輪延續成長動能。
4. DASH：核心需求加速成長，燃油補貼不影響獲利路徑。

#### Nasdaq 指數



#### ESG 分數評等

Company	Overall	E	S	G	
Uber Technologies Inc	UBER US	78	67	67	90
DoorDash Inc	DASH US	46	25	53	47

資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

O2O 領導平台 Uber(UBER US)及 DoorDash(DASH US)公佈 1Q26 財報。

#### 評論及分析

**自駕發展：商用擴張持續，部署速度仍受法規影響。**各家 Robotaxi 持續擴張，焦點：(1)Waymo 2M26 及 4M26 開始在 Dallas、Houston、San Antonio、Orlando、Nashville 及 Miami 等地商用化，區域擴至 11 個；(2)Tesla 4M26 持續將商用區域擴張至 Dallas 與 Houston，惟車輛部署速度受安全及法律規範較上季略有放緩；(3)UBER 1Q26 AV 行程量年增 10+ 倍，將與 Santander 合作提供自駕車隊融資，維持輕資產策略，管理層表示未看到 Waymo 擴張對乘車業務造成負面影響，認為 AV TAM 可達 US\$1tn 且非贏者全拿；(4)法規面《SELF DRIVE Act》無進展，法規仍是擴張瓶頸。

**AI 去中介化議題：前端流量入口重塑，履約與留存率仍是平台護城河。**AI agent 去中介化成為本季 Q&A 環節共同議題，焦點：(1)UBER 管理層表示其 70+ 國的服務覆蓋、50mn 個 Uber One 會員與自有 AI 體驗，可將交易留在平台中；(2)DASH 管理層以 Google 餐飲點餐服務留存率低於 DASH 的案例說明上層入口可導流但不等於掌握交易，護城河仍在平台掌握的即時商品資訊、價格、準確率與端到端履約能力，因此 AI 平台變強更可能提升商品發現與下單效率，而非讓 O2O 平台退化為純 API 或配送供應商。

**UBER：雙平台飛輪延續成長動能。**UBER 1Q26 總訂單金額/EBITDA 利潤率優於上季財測 2%/3%，外送營收/訂單金額優於預期 3%/1% (vs. 乘車低於預期 5%/優於預期 2%)，展望 2Q26 財測，EBITDA 優於預期 4%，訂單金額/調整後 EPS 大致符合預期；美國乘車需求續受惠保險成本下降、Barbell 策略及低密度市場成長，預期 FY26 將進一步加速，外送業務則由 Grocery & Retail 強勁表現及留存率提升帶動，已有 US\$15bn 年化訂單金額來自乘車 APP，且有 30% 乘車用戶尚未用 Uber Eats，顯示跨平台導流仍有空間。

**DASH：核心需求加速成長，燃油補貼不影響獲利路徑。**DASH 1Q26 訂單金額/調整後 EBITDA 利潤率優於預期 1%/0.8ppts，展望 2Q26 財測，訂單金額/調整後 EBITDA 分別優於預期 2%/大致符合預期；本季排除 Deliveroo 後訂單金額年增 24%(vs. 上季加速 1ppts)，成長來自 MAU 創高、訂購頻率成長及會員註冊數創高帶動平台需求成長，整體 DASH 也在多個國際市場取得市占提升，管理層重申 Retail & Grocery 毛利將在 2H26 轉正且看好其長期成長可接近甚至大於餐飲外送，而高油價燃油補貼影響 1Q26 EBITDA US\$50mn，預期 2Q26 亦有 US\$50mn 負面影響，管理層表示將延後部份投資來抵銷影響，維持全年 EBITDA 展望不變。

#### 投資建議

凱基維持 DASH「增加持股」與 UBER「持有」評等，乘車及外送需求穩健無虞，若平台 AVs 部署加速或 AI 帶動單位經濟顯著提升，方才有助評價回升。

#### 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
<b>Uber</b>													
Revenue (US\$m)	58,272	67,176	(0)	0									
Gross profit (US\$m)	24,423	28,818	2	0									
Operating profit (US\$m)	8,504	11,060	2	0	N	76	155	85	11	85	0		
EBITDA (US\$m)	11,058	13,563	1	0									
Net income (US\$m)	6,724	8,893	(5)	0									
EPS (US\$)	3.07	4.35	(4)	0									
<b>DoorDash</b>													
Revenue (US\$m)	17,709	21,471	(1)	0									
Gross profit (US\$m)	9,258	11,184	(1)	0									
Operating profit (US\$m)	1,092	2,040	(10)	0	OP	155	69	190	22	215	(12)		
EBITDA (US\$m)	3,634	4,755	0	0									
Net income (US\$m)	1,148	1,965	(5)	0									
EPS (US\$)	2.57	4.45	(5)	0									

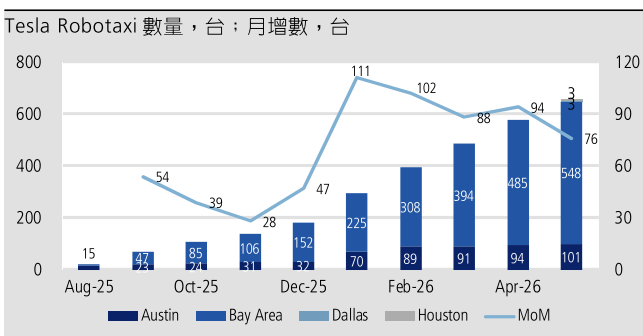
資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: Tesla Robotaxi 部署里程碑

時間	Tesla Robotaxi 里程碑
2024/10	- 在 We Robot 活動上正式發表 Cybercab, 預計 2026 年起量產 - 2025 年在加州、德州把 FSD/自駕服務導入 Model 3 / Model Y
2025/03	- 取得加州 CPUC 第一張 TCP (商業載客) 許可, 可用 Tesla 車隊載送員工
2025/06	- 德州 Austin Robotaxi 服務上線, 車隊首批採用 Model Y, 副駕駛安全監控員, 採 US\$4.20 固定車資、僅開放受邀用戶
2025/07	- 將 Austin Robotaxi 車資改成依里程動態定價
2025/09	- App Store 上公開 Robotaxi App, 開放 Austin Robotaxi 服務給一般大眾使用, 副駕駛仍有安全監控員, 車資改採
2025/11	- 取得亞利桑那州營運許可, 將以鳳凰城為主展開 robotaxi 業務, 但仍配備有安全駕駛員
2026/01	- 開始於 Austin 進行無車內安全員營運測試
2026/02	- 宣布 Robotaxi 將於 4 月開始量產
2026/04	- 將 Robotaxi 商用化擴張至 Dallas 與 Houston, 且運行間前座沒有駕駛或安全監控員 - Cybercab 已在德州 Gigafactory Texas 開始小批量生產

資料來源: Tesla; 凱基

圖 3: Tesla Robotaxi 部署速度較上季放緩



資料來源: Robotaxi Tracker; 凱基

圖 4: Tesla &amp; Waymo 部署區域持續擴大



資料來源: Robotaxi Tracker; 凱基

圖 5: SELF DRIVE Act 仍在等待送往全體委員會審議

日期	SELF DRIVE Act 程序	政府機關	狀態
2026/02/05	提案提出+送交委員會	美國眾議院	已完成
2026/02/10	小組委員會審議	眾議院能源與商業委員會	以 12-11 表決結果, 送交能源與商業全體委員會續審
TBD	全體委員會審議	眾議院能源與商業委員會	待進行
TBD	眾議院院會審議與表決	美國眾議院(院會)	待進行
TBD	參議院審議	美國參議院	待進行
TBD	總統簽署	白宮	待進行

資料來源: 美國國會; 凱基

### Uber 財報會議摘要

- Uber 公布 1Q26 財報，訂單金額/調整後 EBITDA 優於上季財測 2%/3%，且管理層預期 FY26 乘車業務將持續加速，同時公司表示未看到 Waymo 競爭擴張對乘車業務造成負面影響，並正面回應市場對 AI 可能削弱平台直接流量的疑慮；財測方面，2Q26 總訂單金額 US\$57bn 年增 22%，大致符合預期，調整後 EBITDA US\$2.8bn 年增 30%，優於預期 4%，調整後 EPS US\$0.8 年增 26%，大致符合預期。
- 乘車業務：1) 乘車訂單金額 cc 年增 20%(vs.上季加速成長 1ppts)，美國乘車業務持續受惠保險成本下降與需求提升，管理層預期 FY26 將持續加速；2) 預約叫車服務成長率持續高於一般業務，利潤率較高且客戶滿意度強，證明 Uber 可從即時叫車延伸至預約型服務；3) 乘車業務持續採低價與高端產品並行策略，低價產品帶動 75% 更高使用頻率，高端產品帶來 3.5 倍獲利成長，整體帶動 25% 新用戶取得提升。
- 外送業務：1) 外送業務訂單金額 cc 年增 23%，由生鮮雜貨與零售、留存率改善帶動；2) 外送業務已有 US\$15bn 年化總訂單金額來自乘車 App，且 30% 符合資格的乘車用戶尚未使用 Uber Eats，顯示跨平台導流仍有空間；3) 國際市場維持進攻策略，歐洲新增 7 個市場，澳洲則透過低密度市場拓展重新加速至 30% 成長；4) Uber One 會員數 50mn+(vs.上季新增 4mn)年增 50%，貢獻乘車及外送總訂單金額 50%+。
- AI&自駕車佈局：1) 已在 75% 乘車行程中預測用戶目的地，並推出購物車助理、司機與外送員 AI 助理、跨產品搜尋等功能，強化個人化與跨平台導流；2) AV 乘車行程量年增 10+ 倍，目前 Uber 已有 30+ 個自駕合作夥伴，維持年底前進入 15 個城市的目標；4) 針對第三方 AI 代理可能削弱平台流量疑慮，管理層表示 Uber 具備廣大的 Uber One 會員、在 70 多國服務覆蓋及自有 App 內具更完整的叫車/外送/旅遊整合體驗，預期多數交易仍會在 Uber 平台內完成；5) 管理層認為自駕車為兆元級市場且非贏者全拿，亦未看到 Waymo 擴張對 Uber 乘車業務造成負面影響；6) 與 Santander 的合作聚焦自駕車隊融資，因自駕車殘值市場尚未成熟，但 Uber 可提供較可預測的單車每日行程與收入，有助建立輕資產融資模式
- 關注焦點：1) GoGet 發布飯店預訂、旅遊模式、購物與跨平台協作功能，目標是提高 Uber 在日常生活與旅遊場景中的使用頻率；2) 管理層希望與 Expedia 合作的飯店預訂業務能像預約叫車一樣，成為從即時需求延伸至提前規劃需求的新成長來源；3) 跨平台用戶成長速度為整體用戶的 1.5 倍，顯示乘車、外送、旅遊與本地商務的交叉使用仍是核心成長槓桿

圖 6: UBER 1Q26 財報及 2Q26 財測暨市場共識比較

UBER US US\$mn	1Q26						2Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	13,203	13,330	(1)	(8)	14							
Mobility	6,798	7,141	(5)	(17)	5							
Delivery	5,068	4,900	3	4	34							
Freight	1,337	1,272	5	5	6							
Key metrics												
MAPC	199	198	0	(1)	17							
Trips	3,643	3,641	0	(3)	20							
Monthly Trips per MAPC	18	18	(0)	(1)	3							
Gross Bookings	53,720	52,922	2	(1)	25	52,750	2	57,000	56,227	1	6	22
Mobility	26,394	25,825	2	(4)	25							
Delivery	25,992	25,764	1	2	28							
Freight	1,334	1,268	5	5	6							
Take rate (%)												
Mobility	25.8	27.7	(1.9)ppts	(4.1)ppts	(4.9)ppts							
Delivery	19.5	19.0	0.5 ppts	0.3 ppts	1.0 ppts							
Total	24.6	25.2	(0.6)ppts	(2.0)ppts	(2.4)ppts							
Gross profits	5,780	5,445	6	2	26							
Operating income	1,883	1,845	2	(2)	42							
Mobility	2,029	1,927	5	0	28							
Delivery	961	945	2	6	43							
Freight	(30)	(26)	-	-	-							
EBITDA	2,481	2,438	2	(0)	33	2,420	3	2,750	2,644	4	11	30
Net income	1,493	1,482	1	(0)	39							
EPS (US\$)	0.72	0.71	1	1	44	0.69	5.1	0.80	0.81	(2)	11	26
Gross margin (%)	43.8	40.8	2.9 ppts	4.2 ppts	3.9 ppts							
OP margin (%)	14.3	13.8	0.4 ppts	0.9 ppts	2.8 ppts							
Mobility	29.8	27.0	2.9 ppts	5.1 ppts	5.4 ppts							
Delivery	19.0	19.3	(0.3)ppts	0.5 ppts	1.2 ppts							
Freight	(2.2)	(2.1)	(0.2)ppts	(0.8)ppts	(0.3)ppts							
EBITDA margin (%)	18.8	18.3	0.5 ppts	1.5 ppts	2.6 ppts							
Net margin (%)	11.3	11.1	0.2 ppts	0.9 ppts	2.0 ppts							

資料來源：Bloomberg；凱基

### DoorDash 財報會議摘要

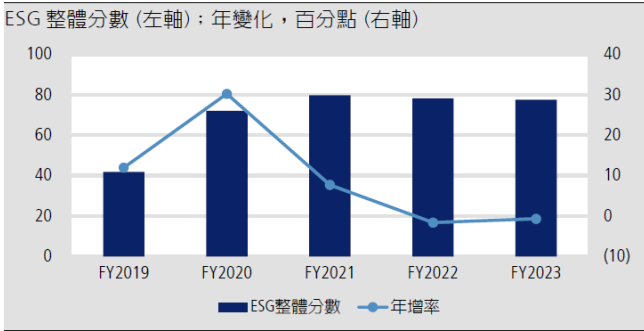
- DASH 公佈 1Q26 財報，調整後 EBITDA 利潤率優於預期 0.8ppts(排除燃油補貼影響下優於預期 2ppts)且三大平台(DoorDash、Wolt、Deliveroo)需求強勁；展望 2Q26 財測，Marketplace GOV US\$32.9bn 年增 36%，優於預期 2%，調整後 EBITDA US\$820mn 年增 25%，大致符合預期，維持 FY26 展望不變，並預期 2H26 EBITDA 利潤率將高於 1H26
- 核心業務：1) 排除 Deliveroo 後總交付訂單量/GOV/營收分別年增 16%/24%/21%，顯示本季成長非純粹併購貢獻，平台需求持續受惠 MAU 創高、訂購頻率成長與會員註冊創紀錄；2) 美國餐飲業務維持穩健，GOV 年增率高於 1Q25，顯示成熟業務仍能透過 selection、價格、配送品質與會員滲透推升需求；3) 管理層認為 Grocery 長期規模可接近甚至大於餐飲外送，但目前線上體驗仍不如線下自購，後續重點是解決缺貨、替代品、價格與履約準確率問題；4) Grocery & Retail (新垂直業務) 單位經濟持續改善，管理層重申 2H26 毛利將轉正；5) 1Q26 Deliveroo MAU/總交付訂單量年增加速並帶動英國、法國、義大利 Marketplace GOV 年增同步加速，整體 DASH 也在多數國際市場持續取得市占；6) Ads 業務營收創高，主要來自 SMB、大型餐飲、零售廣告主以及 CPG advertisers 的產品能力改善
- 關注焦點：1) 管理層認為 Google 餐飲點餐服務等上層入口雖能導流，但留存率低於 DASH，消費者在意的是價格、配送速度，而 DASH 核心護城河是具備專有的實體世界商品目錄與端到端履約能力，非單純流量入口；2) 燃油補貼影響 1Q26 與 2Q26 EBITDA 各 US\$50mn，已透過延後部分 1H26 投資來抵銷，若延長將會縮減其他支出來抵銷，管理層維持全年 EBITDA 展望不變

圖 7: DASH 1Q26 財報及 2Q26 財測暨市場共識比較

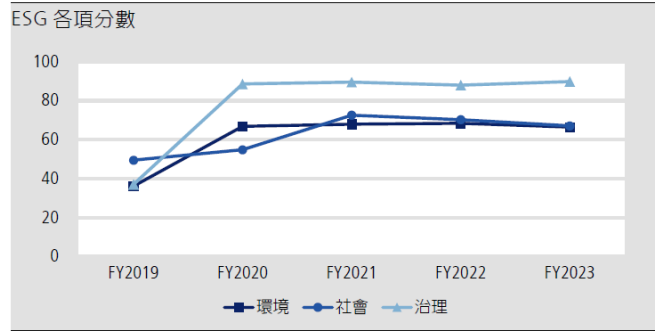
DASH US US\$mn	1Q26						2Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	4,036	4,154	(3)	2	33							
Key metrics												
Total orders (mn)	933	945	(1)	3	27							
Marketplace GOV (US\$mn)	31,604	31,306	1	6	37	31,400	1	32,900	32,251	2	4	36
GOV per order (US\$)	33.9	33.1	2	3	7							
Gross profits	2,095	2,152	(3)	1	33							
Operating income	151	152	(0)	3	(3)							
Adjusted EBITDA	754	742	2	(3)	28	725	4	820	832	(1)	9	25
GAAP Net income	184	159	16	(14)	(5)							
GAAP EPS (US\$)	0.42	0.36	16	(13)	(5)							
Gross margin (%)	51.9	51.8	0.1 ppts	(0.7)ppts	(0.0)ppts							
OP margin (%)	3.7	3.7	0.1 ppts	0.0 ppts	(1.4)ppts							
EBITDA margin (%)	18.7	17.9	0.8 ppts	(1.0)ppts	(0.8)ppts							
Net margin (%)	4.6	3.8	0.7 ppts	(0.8)ppts	(1.8)ppts							

資料來源: Bloomberg ; 凱基

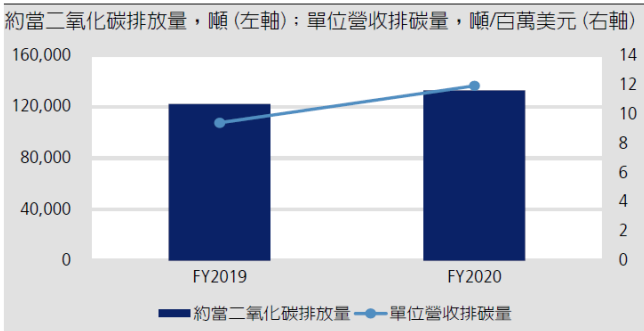
## Uber (UBER US)

**圖 8 : Uber – ESG 整體分數**


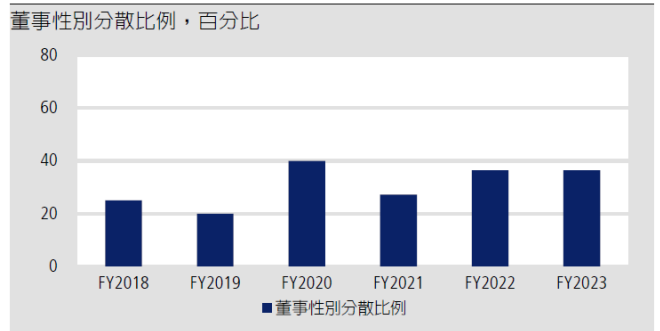
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 9 : Uber – ESG 各項分數**


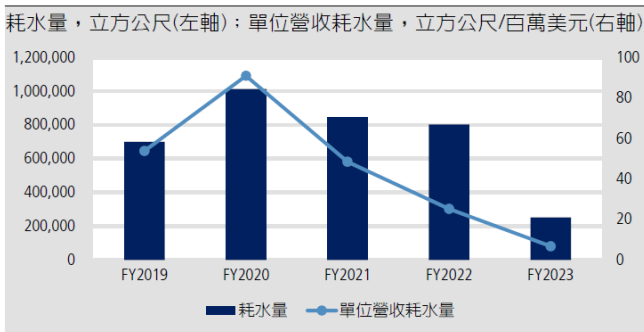
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 10 : Uber – 碳排量**


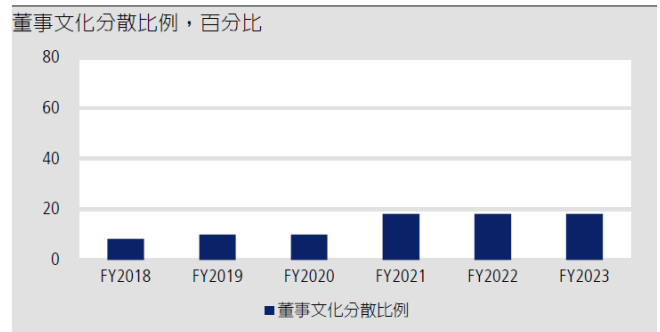
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 11 : Uber – 董事性別多樣性**


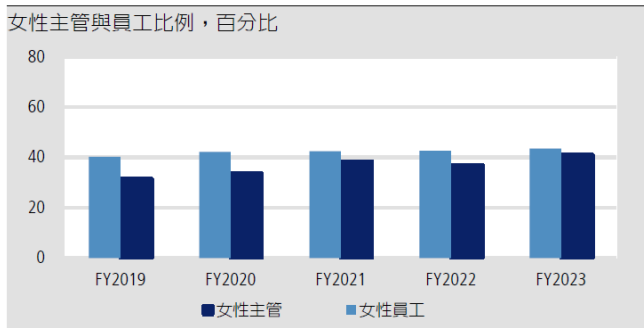
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 12 : Uber – 耗水量**


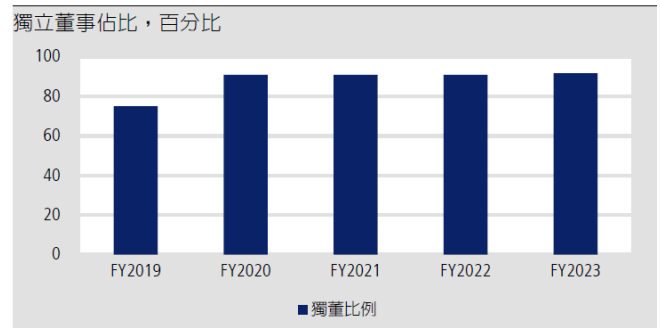
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 13 : Uber – 董事文化多樣性**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 14 : Uber – 性別多樣性**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 15 : 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](http://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。