# 軟體產業

## 3Q26 財報通讀 & 指引

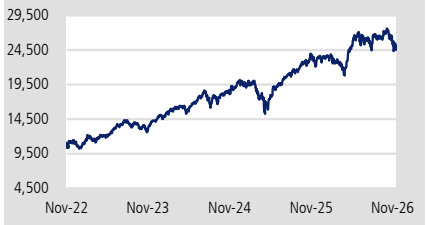
## AI 費用超支與 IT 預算季節性疲軟確實對財測帶來負面影響

### 焦點內容

1. 財報通讀：季節性及 IT 支出預算挪移拖累 4Q26 財測相對黯淡。
2. 消費網路回顧：ChatGPT Wallet/Business hub 推出顯示 OpenAI 仍野心勃勃。
3. 企業軟體前瞻：AI 應用放量推升營運型資料庫及更廣泛的 EDR/SASE 軟體需求。

### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點




*資料來源：Bloomberg*

### 重要訊息

截至目前我們於 C3Q26 財報季追蹤 40+公司並彙整通讀趨勢，依各別公司議題或產業趨勢判讀後續商用軟體財報季走向。

### 評論及分析

**財報通讀：季節性及 IT 支出預算挪移拖累 4Q26 財測相對黯淡。**我們統計財報公告後股價表現及共識調整：Enterprise SW 雖股價上漲比例僅 33%/平均跌幅 6%然而 87%公司 Rule of x 上修/平均上修 3ppts/衝突比例 47%(vs.與上季同為 Rule of x 上修表現最突出的次產業) > Ads & Subs. 40%/跌幅 1%/60%/3ppts/20%(圍牆花園外的 APP/U/TTD 皆有優異表現) > Fintech & Payments 50%/漲幅 3%/63%/1ppts/38%(數位錢包/銀行 XYZ/SOFI 表現較為優異) > EC & O2O 55%/0%/64%/1ppts/27%(ABNB 表現一枝獨秀)。Enterprise SW 衝突比例較高係因財報優於預期然而財測黯淡，我們認為主因季節性因素(聖誕假期商用支出較為疲軟)、ETR 調查顯示 40%技術主管表示新增 AI 預算來自其他 AI 供應商/IT 外包/單一 SaaS 訂閱/人力縮減。

**消費網路回顧：ChatGPT Wallet/Business hub 推出顯示 OpenAI 仍野心勃勃。**Uber 管理層指出單周 3.2 億筆交易僅約 500 筆來自 Agent，市面個人助理已有 8 個而未來可能超過 10 個，Personal Agent 市場滲透率屬早期且白熱化競爭，而多數地區聚合平台僅 2-3 家正在發揮關鍵的中介角色。惟我們觀察到 ChatGPT 近期推出 Wallet(讓 Dots 取得授權後代為付款)、Business hub(品牌主可認領維護商家資訊)顯示 OpenAI 在消費性網路市場仍野心勃勃，除了扮演資訊/智慧分析提供者外亦希望成為聚合者角色，我們認為此為 OpenAI 對比 Anthropic 最大策略差異及 2028-30 成長潛力。對於現有商品/服務/資訊聚合者而言則需加速導入/開發 AI 功能甚至以併購方式進行，將對利潤率或過往輕資產商業模式造成挑戰。

**企業軟體前瞻：AI 應用放量推升營運型資料庫及更廣泛的 EDR/SASE 軟體需求。**GOOGL 本季指出 Agent 部署增加資料庫使用量，與 MDB Investor Day 強調的即時 Context 需求呼應，根據 MDB 近期揭露 AI-native 營收 YoY 165%、大型客戶數 YoY 45%，我們測算 F3Q/F4Q27 Atlas 成長 29/26%（vs.市場共識 26/24%）主要受惠 AI 滲透及既有客戶 Workload 擴張。資安方面，FTNT Product 營收 YoY 由 52%減速至 37%、Unified SASE Billings 由 35%降至 22%為個別因素，我們看好 ZS 無硬體銷售曝險且未見 FTNT 加速搶市占，加上新產品貢獻新客 ARR 占比提升至 30%、Z-Flex 客戶 ARR 平均提升近 30%，GTM 與交叉銷售有望支撐成長上揚。

### 投資建議

我們認為 11M26-2M27 屬於季節性疲軟，待新 IT 支出預算週期開啓將迎來商用軟體/AI 滲透成長動能。考量 OpenAI 在消費性網路領域仍野心勃勃，V/MA 較其他業者更佔據不可取代位置。依目前已公布財報公司數據及會議內容判讀，我們相對正向看待後續 MDB/ZS 即將公布 C3Q26 財報結果。

### 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。

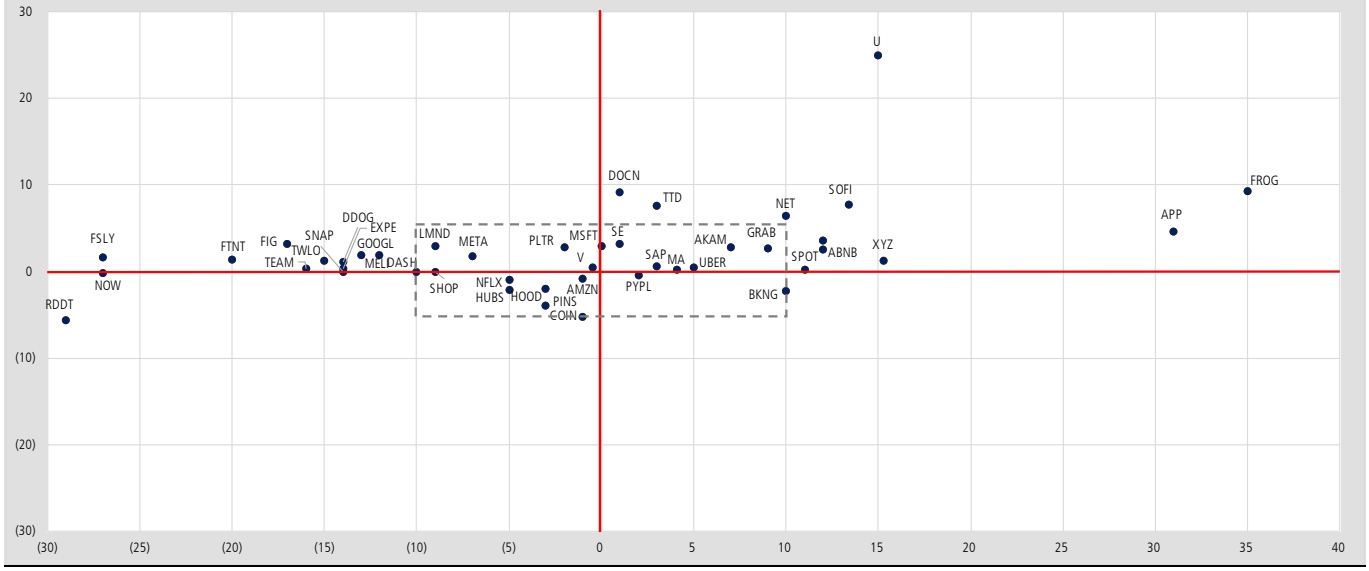
**圖 1：凱基美股軟體追蹤個股之 3Q26 財報通讀：Enterprise SW > Ads & Sub. > Fintech > EC & O2O**

| | 公司數 | 上漲比例 (%) | 平均幅度 (%) | 上修比例 (%) | 平均幅度 (%) | 衝突比例 (%) | 異常波動之焦點 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EC & O2O | 11 | 55 | 0 | 64 | 1 | 27 | - ABNB營收逾三年成長最快，且EBITDA及GAAP EPS優於預期1.8ppts/9%<br>- MELI營業利益年減且低於預期7%，中南美洲電商成長放緩<br>- EXPE 4Q26營收財測YoY僅5%低於預期，成長動能放緩<br>- CPNG電商營收優於預期3%，且下季調整後EBITDA利潤率預期改善 |
| Ads & Sub. | 10 | 40 | (1) | 60 | 3 | 20 | - GOOGL 搜尋廣告成長放緩且低於預期2%，AI變現及CapEx亦壓抑獲利展望<br>- APP AXON模型升級帶動Gaming成長重新加速，3Q/4Q26營收財測優於預期5/6%<br>- U Vector 季增40%帶動GROW業務優於預期13%，4Q26營收財測優於預期15%<br>- RDDT Google搜尋導流轉弱拖累美國DAU季減5%，4Q26營收財測低於預期3%<br>- SPOT 付費訂閱用戶成長穩健，營業費用增速預期放緩<br>- SNAP 品牌及消費品廣告投放疲弱拖累廣告營收成長減速<br>- TTD 3Q/4Q26營收財測優於預期13/10%且裁員15%帶動2027成本改善 |
| Fintech & Payments | 8 | 50 | 3 | 63 | 1 | 38 | -XYZ 上調 FY26 財測至 Rule of 50，並首度給出 2027 年毛利年增至少 15% 指引<br>-COIN 交易收入年減 44%，加密貨幣交易需求仍疲弱<br>-SOFI 避險利益抵銷利率衝擊，放款承作量年增 71% 帶動營收優於預期 10% |
| Enterprise SW | 15 | 33 | (6) | 87 | 3 | 47 | - DOCN AI ARR年增288%及算力擴張，FY27營收成長上修10ppts至60%+<br>- TWLO Messaging成長放緩，3Q26優於預期幅度縮小且FY27財測保守<br>- TEAM Cloud營收優於預期幅度縮小，2Q27營收財測減速4ppts<br>- FIG 營收成長由48%放緩至43%，AI變現能見度仍有限<br>- FROG AI帶動Cloud成長加速7ppts至60%，RPO年增60%且全年財測上修<br>- NOW 4Q26 cRPO財測成長放緩至18.5%，AI變現尚未帶動整體成長<br>- FSLY Security與Other Products不如預期，GTM主管退休增添疑慮<br>- NET Workers與Agentic AI需求持續加速帶動營收等指標全面提升<br>- FTNT 上半年防火牆提前拉貨，產品營收成長由52%放緩至37%<br>- DDOG 最大AI客戶用量不確定性及續約折扣壓抑4Q26財測低於預期1% |
| **Total** | **44** | **43** | **(2)** | **70** | **2** | **34** | |

*資料來源：Visible Alpha；凱基*

**圖 2：財報公告後一日股價表現 vs. CY27/FY28 Rule of x 市場共識修正狀況**

財報公告後一日股價表現，百分比(x 軸)；CY27/FY28 營收 YoY+Adj. OPM 市場共識修正幅度，百分點(y 軸)




*資料來源：Visible Alpha；凱基*

**圖 3：凱基財測暨目標調整**

| | KGI forecast | | Chg. (%; pts) | | | | | Target price | | | | Multiple | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026 | 2027 | 2026 | 2027 | Rating | Shr px (US$) | Mkt cap (US$bn) | New (US$) | Upside (%) | Old (US$) | Chg. (%) | New | Old |
| **Visa (FY ends Sep.)** | **FY27** | **FY28** | | | | | | | | | | | |
| Gross revenue (US$mn) | 72,538 | 80,952 | 2 | 2 | | | | | | | | | |
| Net revenue (US$mn) | 51,074 | 56,675 | 1 | 1 | | | | | | | | | |
| Operating profit (US$mn) | 34,597 | 38,574 | 1 | 1 | OP | 426 | 804 | 500 | 17 | 430 | 16 | FY27 30x PE 5yr +2std. | FY27 28x PE 5yr avg. |
| EBITDA (US$mn) | 35,987 | 40,001 | 1 | 2 | | | | | | | | | |
| Net profit (US$mn) | 27,881 | 31,062 | 0 | 1 | | | | | | | | | |
| EPS (US$) | 15.05 | 17.14 | 0 | 1 | | | | | | | | | |
| **MasterCard** | | | | | | | | | | | | | |
| Gross revenue (US$mn) | 60,962 | 69,560 | 0 | 1 | | | | | | | | | |
| Net revenue (US$mn) | 37,054 | 42,087 | 0 | 0 | | | | | | | | | |
| Operating profit (US$mn) | 22,374 | 25,363 | 0 | 1 | OP | 662 | 576 | 780 | 18 | 690 | 13 | FY27 34x PE 5yr +1.5std | FY27 31x PE 5yr avg. |
| EBITDA (US$mn) | 23,698 | 26,827 | 1 | 1 | | | | | | | | | |
| Net profit (US$mn) | 17,652 | 19,851 | 1 | 1 | | | | | | | | | |
| EPS (US$) | 20.04 | 23.17 | 1 | 1 | | | | | | | | | |
| **PayPal** | | | | | | | | | | | | | |
| Revenue (US$mn) | 34,517 | 35,926 | (1) | (1) | | | | | | | | | |
| Gross profit (US$mn) | 15,719 | 15,968 | 1 | 1 | | | | | | | | | |
| Operating profit (US$mn) | 6,163 | 6,004 | 4 | 3 | N | 59 | 49 | 65 | 10 | 65 | 0 | FY27 11x PE 2yr avg. | FY27 11x PE 2yr -1std. |
| EBITDA (US$mn) | 7,123 | 6,869 | 4 | 2 | | | | | | | | | |
| Net income (US$mn) | 4,901 | 4,714 | 4 | 2 | | | | | | | | | |
| EPS (US$) | 5.61 | 5.94 | 4 | 3 | | | | | | | | | |
| **Block** | | | | | | | | | | | | | |
| Revenue (US$mn) | 26,195 | 29,207 | 1 | 1 | | | | | | | | | |
| Gross profit (US$mn) | 12,714 | 14,426 | 2 | 2 | | | | | | | | | |
| Operating profit (US$mn) | 3,522 | 4,948 | 2 | 2 | N | 83 | 50 | 93 | 12 | 85 | 9 | FY27 18x PE 2yr avg. | FY27 16x PE 2yr -1std. |
| EBITDA (US$mn) | 4,721 | 6,373 | 1 | 1 | | | | | | | | | |
| Net income (US$mn) | 2,506 | 3,128 | (0) | 0 | | | | | | | | | |
| EPS (US$) | 4.02 | 4.97 | 0 | 0 | | | | | | | | | |
| **Shopify** | | | | | | | | | | | | | |
| Revenue (US$mn) | 15,316 | 19,345 | 1 | 2 | | | | | | | | | |
| Gross profit (US$mn) | 7,216 | 9,044 | 0 | 2 | | | | | | | | | |
| Operating profit (US$mn) | 2,745 | 3,709 | 0 | 1 | OP | 148 | 190 | 190 | 29 | 190 | 0 | FY27 65x EV/EBITDA 2yr avg. | FY27 65x EV/EBITDA 2yr avg. |
| EBITDA (US$mn) | 2,813 | 3,608 | (1) | (1) | | | | | | | | | |
| Net income (US$mn) | 2,469 | 3,205 | (0) | (0) | | | | | | | | | |
| EPS (US$) | 1.89 | 2.53 | (0) | 2 | | | | | | | | | |
| **Sea Limited** | | | | | | | | | | | | | |
| Revenue (US$mn) | 32,608 | 38,371 | 4 | 3 | | | | | | | | | |
| Gross profit (US$mn) | 14,762 | 17,958 | 4 | 3 | | | | | | | | | |
| Operating profit (US$mn) | 3,301 | 4,176 | 13 | 3 | OP | 72 | 44 | 95 | 33 | 160 | (41) | FY27 12x EV/EBITDA 2yr -1std. | FY27 18x EV/EBITDA 2yr -1std. |
| EBITDA (US$mn) | 3,818 | 4,567 | (2) | (8) | | | | | | | | | |
| Net income (US$mn) | 2,423 | 2,883 | 0 | (12) | | | | | | | | | |
| EPS (US$) | 3.81 | 4.39 | 4 | (9) | | | | | | | | | |
| **Uber** | | | | | | | | | | | | | |
| Revenue (US$mn) | 57,817 | 67,453 | (0) | 1 | | | | | | | | | |
| Gross profit (US$mn) | 25,664 | 30,399 | 0 | 4 | | | | | | | | | |
| Operating profit (US$mn) | 8,762 | 10,927 | (0) | 1 | N | 70 | 143 | 75 | 7 | 90 | (17) | FY27 11x EV/EBITDA 2yr -1.5std | FY27 14x EV/EBITDA 2yr -1std |
| EBITDA (US$mn) | 11,458 | 13,986 | (1) | 1 | | | | | | | | | |
| Net income (US$mn) | 6,856 | 8,946 | 0 | (5) | | | | | | | | | |
| EPS (US$) | 3.12 | 4.42 | 0 | (3) | | | | | | | | | |
| **DoorDash** | | | | | | | | | | | | | |
| Revenue (US$mn) | 17,805 | 21,745 | 0 | 2 | | | | | | | | | |
| Gross profit (US$mn) | 9,602 | 11,715 | 3 | 5 | | | | | | | | | |
| Operating profit (US$mn) | 1,099 | 2,254 | 0 | 10 | OP | 170 | 74 | 210 | 24 | 270 | (22) | FY27 18x EV/EBITDA 2yr -1std | FY27 24x EV/EBITDA 2yr avg. |
| EBITDA (US$mn) | 3,774 | 4,962 | 2 | 2 | | | | | | | | | |
| Net income (US$mn) | 1,156 | 2,124 | 0 | 10 | | | | | | | | | |
| EPS (US$) | 2.63 | 4.98 | 0 | 14 | | | | | | | | | |

*資料來源：凱基*

## 3Q26 財報預覽: CSP 雲端需求加速有利 MDB，Atlas 成長有望優於預期

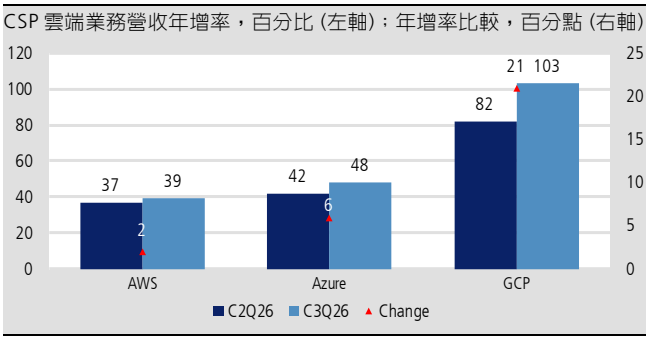
### CSP 雲端成長加速，Agentic AI 帶動 Operational Database 需求

- 三大 CSP 成長同步加速，3Q26 AWS/Azure/GCP 營收 YoY+39/48/103%（vs. 上季 +37/42/82%），合計 YoY+56%（QoQ+8ppts）；MDB 約半數營收透過 CSP 合作夥伴支援，雲端需求加速亦有利 Atlas 消耗成長。
- AI 推升資料庫使用量，MDB 多雲布局具差異化優勢。GOOGL 本季指出 Agent 建置帶動資料庫消耗，以提供即時 Context，與 MDB 近期 Investor Day 提出的主要企業 AI 應用場景一致；相較 SNOW 消耗主要集中 AWS，MDB Atlas 消耗於 AWS、Azure 及 GCP 上相較分散，有望受惠企業 AI Workload 擴張。

**資料庫競爭升溫，然 MDB 受惠 AI 滲透及大型客戶擴張有望優於預期**

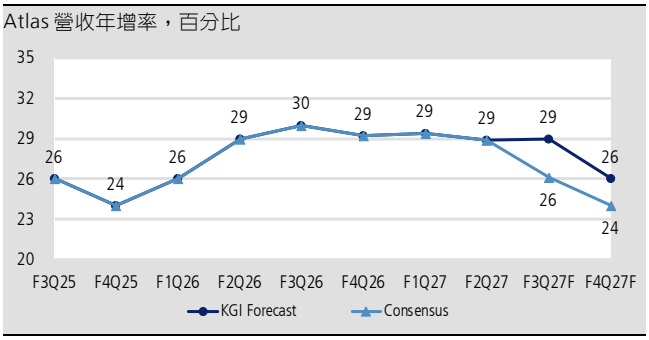
- MSFT 本季指出 PostgreSQL 及 Cosmos DB 等 AI 資料庫需求強勁，其中 PostgreSQL 成長已連四季加速；MDB 則憑藉 Document Model、原生 Sharding 及即時讀寫能力，在動態資料及分散式 AI 應用維持競爭力。
- MDB 透過 Atlas Agent Engine 整合 Agent Memory、Runtime 及 Policy Guardrails，支援 Multi-LLM 與跨雲部署，強化 AI Agent 開發、執行及治理能力；隨 Agent 由 PoC 轉向 Production，有望增加 Atlas 消耗及附加服務營收。
- 我們測算 F3Q/F4Q27 Atlas 營收 YoY 有望達 29/26% (vs.共識 26/24%)。假設 AI-native 營收占比提升至 5/6%、YoY 維持+165%，分別貢獻約 4/5ppts 成長，核心 Atlas 僅需成長 26/22%；同時大型客戶數 YoY+45%及多功能採用率升至 48%支撐成長。

**圖 4: 三大 CSP 本季雲端營收加速 8ppts 至 56%，Atlas 消耗需求有望受惠**




*資料來源：公司資料；凱基*

**圖 5: MDB Atlas 成長有望優於共識，受惠 AI-native 及大型客戶擴張**




*資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基預估*

## 3Q26 財報預覽: 資安需求分化，ZS 硬體曝險低且 GTM 調整有望帶動成長

**FTNT 硬體週期拖累成長，ZS 雲端原生架構相對具韌性**

- FTNT 財報反映硬體需求正常化，對 ZS 直接影響有限。FTNT 3Q26 Product 營收 YoY+37%(vs.上季 52%)，Services 營收低於預期 1%，主因 1H26 防火牆提前拉貨及服務啓用遞延；ZS 為純雲端 SaaS 架構，無硬體銷售曝險，亦不受相同產品週期直接衝擊。
- SASE 方面，FTNT 3Q26 Unified SASE Billings YoY+22% (vs.上季 +35%)；管理層指出部分 SD-WAN 客戶仍未加購額外 SASE 訂閱服務，新方案滲透需要時間，短期亦未見 FTNT 加速搶占 ZS 市占的明確訊號。

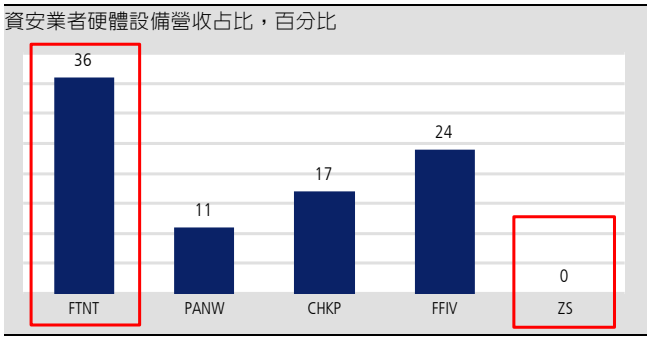
**ZS 成長減速與 GTM 疑慮壓抑估值，新客及交叉銷售提供修復機會**

- ZS 近期股價承壓係因市場對其相較 PANW／CRWD 的跨產品加購與新客戶成長動能仍有疑慮，CRO 更替亦增加執行不確定性；然新任 CRO 上任即延續平台擴張策略，並強化新客開發、通路合作及既有客戶滲透。
- 新產品逐步成為獲客入口。公司於 10M26 Investor Day 揭露 FY26 非核心 SASE 產品貢獻新客 ARR 占比提升至 30%（vs. FY23 12%），

Zero Trust Branch 約 40%客戶為新客，GSI TCV YoY+75%以上，顯示產品及通路擴張已有成果。

- Z-Flex 強化交叉銷售，支撐成長修復。FY26 Z-Flex Bookings 超過 US$1.7bn，採用客戶 ARR 平均提升近 30%；F4Q26 Security for AI Bookings QoQ+50%以上，70%交易搭售 Data Security，惟短期仍需觀察新任 CRO 執行成效。

**圖 6: ZS 無硬體銷售曝險，FTNT 產品週期影響相對有限**




*資料來源：公司資料；凱基*

**圖 7: ZS 新任 CRO 強化新客開發與交叉銷售，改善 GTM 執行並帶動 UBP**

ZS GTM 策略轉型

| 比較面向 | 過去GTM重點 | 新任CRO策略 |
|---|---|---|
| 銷售重心 | 既有客戶擴張及核心SASE滲透 | 強化New Logos、既有客戶擴張雙軌並行 |
| 客戶開發 | 以ZIA／ZPA作為主要導入入口 | 擴大Hunter團隊，透過Branch、Cloud及AI安全產品獲客 |
| 交叉銷售 | 依個別產品追加採購 | 透過Z-Flex彈性額度，加速跨產品採購及部署 |
| 通路布局 | 以直銷及既有合作夥伴為主 | 深化GSI、MSP及Marketplace合作，擴大企業覆蓋 |
| 銷售模式 | 以使用者席次及年度合約為主 | 延伸設備、Workload及Consumption-based計價 |
| 預期成效 | 成長主要依賴核心產品滲透 | 提升新客ARR、跨產品採用率及銷售生產力 |

*資料來源：公司資料；凱基*

## EC & O2O 3Q26 財報回顧

### Sea Ltd 財報會議摘要

- Sea Ltd (SE US) 公布 3Q26 財報，焦點包含: 1)調整後 EBITDA YoY 29%至 US$931mn，低於部分市場共識；2) Shopee GMV YoY 23%，較 2Q26 的 29%放緩，排除匯率影響後，較上季成長持平。
- 電商業務：1)3Q26 Shopee GMV 年增 23%(vs.上季減速 6ppts)，排除匯率影響後年增約 26.5%，總訂單量年增 26%(vs.上季減速約 2ppts)，平均月活躍買家年增 20%(vs.上季加速 2ppts)，新增月活躍買家年增 50%+；2)廣告收入年增 55%+、廣告 take rate 年增 0.8ppts+，廣告付費賣家數年增 35%+，平均廣告支出年增約 13%，管理層預期未來變現率改善主要來自廣告而非固定佣金；3)Shopee VIP 會員達 21mn+，季增 40%+，貢獻整體 GMV 近 25%，月留存率約 80%，直播及短影音訂單年增 45%+，占東南亞實體商品訂單 25%+，本季內容業務已達正貢獻利潤；4)巴西仍為成長最快市場，ShopeeMall GMV 年增近 2.5 倍，履約訂單量年增超過 100%；5)物流方面，次日或更快送達包裹數年增 60%+，履約訂單量季增約 25%，亞洲及巴西履約單位成本持續改善。
- 遊戲業務：1)3Q26 Garena Bookings 年增 6%(vs.上季減速約 10ppts)，營收年增 29%，調整後 EBITDA 年增 46%至 US$458mn；2)Free Fire 持續透過 Naruto: Shippuden IP 合作推出遊戲內容，相關合作累計社群觀看次數超過 6.5bn；3)Arena of Valor 推出十週年系列活動
- 金融服務業務：1)3Q26 Monee 營收年增 64%(vs.上季加速約 5ppts)，貸款餘額年增 60%(vs.上季減速約 3ppts)至 US$12.6bn，90 天以上

NPL 率維持 1%；2)本季新增近 6mn 首次借款用戶，活躍信貸用戶年增 28%至 44mn；3)Off-Shopee SPayLater 已占 SPayLater 組合近 25%(vs.上季 20%+)，馬來西亞占比近 40%；4)管理層規劃未來 1–3 年推動 Monee 獨立上市；5)信用損失準備年增 82%至 US$682mn，主要反映泰國及巴西信用環境變化，以及巴西和 Off-Shopee SPayLater 貸款組合擴張，已針對部分客群調整核貸標準及信用額度。

- 關注焦點：1)原 US$1bn 股票回購計畫已接近完成，公司宣布新增 US$1bn 回購授權；2)管理層維持 FY26 Shopee GMV 年增約 25%、調整後 EBITDA 達 US$1bn 目標；3)新成立 Sea Cloud，計畫將內部 AI 基礎設施、模型部署及 Agentic AI 能力對外商業化，聚焦企業 AI 軟體與服務，採輕資產及逐案評估投資報酬模式；4)Shopee 與 Meta Muse 及 ChatGPT 等 AI 平台合作，管理層表示結帳與買賣雙方關係仍由 Shopee 掌握，預期短期不會顯著改變單位經濟效益。

**Uber 財報會議摘要**

- Uber (UBER US) 公布 3Q26 財報，焦點包含：1)總訂單金額 YoY 20%至 US$59.8bn，連續第五季成長 20%以上，營收及調整後 EBITDA 及 4Q26 財測皆符合預期；2)乘車業務 Segment Operating Income YoY 27%，優於預期 5%，支撐整體獲利表現。
- 財測方面，4Q26 總訂單金額預期 US$64.3bn，ccYoY 20%，大致符合預期；調整後 EBITDA US$3.2bn，大致符合預期；non-GAAP EPS US$0.97，YoY 37%，大致符合預期。
- 乘車業務：1)乘車訂單金額 ccYoY 17%（vs.上季 20%，減速 3ppts），美國乘車成長相對國際市場穩健，加州行程成長優於全美，美國平價及高階產品成長速度為整體乘車業務 3 倍；2)乘車營收 YoY -2%至 US$7.5bn，低於預期 2%，惟 Segment Operating Income YoY 27%至 US$2.4bn，優於預期 5%，訂單金額利潤率 8.0%；3)巴西、印度及加拿大受油價上漲、移民因素與旺季需求影響，司機供給趨緊，公司增加司機招募及留存補貼，10 月巴西及印度供給工時成長已有改善；4)管理層預期 4Q26 增加供給補貼將壓抑 take rate，惟仍維持長期利潤率擴張方向；5)高階乘車業務 YoY 35%，Uber for Business YoY 近 50%（vs.上季 40%，加速約 10ppts），美國低密度市場過去 12 個月滲透率仍低於 10%，相較高密度市場約 50%。
- 外送業務：1)外送訂單金額 ccYoY 23%（vs.上季 25%，減速 2ppts），惟美國外送有機成長連續兩季加速，受餐飲商家數 YoY 增加 12%、會員滲透率提高及 Grocery & Retail 成長帶動；2)外送營收 YoY 23%至 US$5.5bn，Segment Operating Income YoY 30%至 US$1.1bn，低於預期 4%；3)Grocery & Retail 年化訂單金額 US$15bn、YoY 40%（vs.上季持平），擴大 Costco、Target、Tesco 及 REWE 等零售合作，並提升揀貨準確率與商品供給；4)Uber One 會員貢獻約 70%外送訂單金額（vs.上季 70%+），商家出資促銷與會員優惠持續帶動消費者參與；5)擬透過收購 Delivery Hero 取得 dark store 及 Quick Commerce 營運能力，管理層表示將選擇具適當資產報

酬率的市場擴張，台灣亦已進行相關測試。

- AI&自駕車布局：1)預計 2026 年底部署約 700 輛完全無人駕駛車輛，2027 年底超過 2,000 輛，2028 年起目標擴張至 10,000 輛以上（vs.上季維持 2026 年底進入 15 個城市目標）；2)Uber 表示混合車隊模式的車輛利用率較成熟自營車隊高約 30%，長期目標為 AV 行程利潤率接近真人駕駛，並透過共享充電、維修及車隊管理降低成本；3)AV 初期將由 Uber 資產負債表支應部分車輛投入，長期以第三方融資為主，參考 Santander US$1bn 車隊融資協議；4)AI Cart Assistant 建立的購物車金額約為一般購物車 2 倍（vs.上季持平），惟第三方 AI 代理導流仍有限，近期約 320mn 筆平台行程及訂單中，AI 代理僅貢獻外送約 500 筆及乘車 4 筆。

- 關注焦點：1)管理層認為 DoorDash 與 Instacart 潛在合併對 Uber 影響有限，且已有部分商家主動尋求深化合作，以降低單一平台依賴；2)未來資本配置將優先聚焦有機成長及 AV 投資，規劃投入 US$10bn 支持 AV 生態系（vs.上季持平），並放緩新增併購以整合已宣布交易；3)已宣布收購的 Delivery Hero 主要用於拓展地理市場，Blacklane 及 ezCater 則用於擴充高階與企業客戶服務，管理層表示 ezCater 已具獲利能力，收購相較自行建置具有成本優勢。

**DoorDash 財報會議摘要**

- DoorDash（DASH US）公布 3Q26 財報，焦點：1) 本季營收 US$4.62bn、調整後 EBITDA US$1.06bn，分別優於預期 1%／2%，調整後 EPS US$1.75，優於預期 10%，整體財報表現穩健；2) 4Q26 Marketplace GOV 財測中位數 US$35.9bn，隱含 YoY 21%，較本季 36% 放緩，部分反映 Deliveroo 併購比較基期提高；調整後 EBITDA 財測中位數 US$1bn，隱含 EBITDA/GOV 利潤率約 2.8%，低於本季 3.1%，反映持續再投資與短期獲利率壓力；3) 公司宣布以約 US$17bn 收購 Instacart，雖有助擴大雜貨配送市場布局，但大額現金支出、後續整合及初期再投資，使市場對短期資本配置與獲利實現時程仍存疑慮。

- 核心業務相關： 1) Marketplace GOV US$33.9bn，YoY 36%，優於預期 1%，總交付訂單量 993mn，YoY 28%，優於預期 1%；排除 Deliveroo 後，GOV／訂單量分別年增 23%／17%，均與上季持平，顯示整體有機成長維持穩定，尚未明顯加速；2) 美國餐飲外送 GOV 年增速較上季小幅加速，主要受惠既有用戶訂購頻率提升、新客成長加速及 DashPass 會員擴張，過去兩年會員成長亦協助每筆訂單交易費用降低 9%；3) 美國 Grocery & Retail GOV 年增速仍超過餐飲外送的 2 倍，幾乎所有成熟客群訂購頻率維持雙位數成長，新品類毛利已接近損益兩平，支持跨品類使用與長期獲利改善；4) 國際業務 GOV 與訂單成長較上季加速，Deliveroo 訂單年增速達收購前同期的 2 倍，且國際業務獲利貢獻優於管理層原先預期，惟國際營收 US$997mn、低於市場預期 7%，顯示交易成長與營收表現仍存在落差。

- Instacart 併購與物流平台相關： 1) 公司宣布以每股 US$65、總股權價值約 US$17bn 收購 Instacart，較公告前參考股價溢價 26%，交易至少 75% 以現金支付、至多 25% 以股票支付，預計於 2027 年底至 1H28 完成交割；2) 雙方整合將結合 DoorDash 最後一哩配送網路、DashMart Fulfillment Services 與 Instacart 的商家軟體及廣告平台，透過增加配送密度、交叉銷售及提高倉儲利用率降低履約成本。目前 DoorDash 自主管理庫存的訂單履約準確率已超過 99%，平均配送時間較一般店內揀貨快逾 10 分鐘，為擴大倉儲履約模式提供基礎；3) 管理層預期收購後第三年每年可產生至少 US$500mn 淨協同效益，但首年將再投資超過全部協同效益，第二年起才預期出現正向淨效益，意味著交易短期難以直接增厚獲利，長期效益仍取決於整合進度及監管審查。

- 關注焦點： 1) 本季調整後 EBITDA/GOV 利潤率由上季 2.8% 升至 3.1%，惟公司持續投入全球技術平台、新品類及自動配送，短期仍以擴大整體獲利金額而非最大化利潤率為優先；2) Global Tech Stack 整合進度與成本均符合管理層原先規劃，預計於 1H27 完成，已部署模組開始改善商家上架速度、搜尋轉換率及客服效率，有助支持後續跨市場產品推出，但相關效率效益仍將部分用於再投資；3) 管理層表示外部 AI 代理目前累計僅帶來數百筆訂單，尚未對既有交易入口形成顯著影響，公司仍以倉儲、自動配送及商家服務建立實體履約優勢；4) 本季自由現金流 US$787mn，低於預期 8%，公司預期 2026 年底商家付款時點差異將使全年報導自由現金流減少 US$700–800mn，屬營運資金時點影響，應與長期現金產生能力分開評估。

**Shopify 財報會議摘要**

- Shopify（SHOP US）公布 3Q26 財報，焦點：1)營收 YoY 32%、GMV YoY 29%，皆大致符合預期，訂閱方案營收則低於預期 2%，且營收增速較上季放緩 2ppts；2)4Q26 營收財測維持 low-30s%成長，未明顯加速

- 財測方面，4Q26 營收預期 YoY 成長 low-30s%；毛利預期 YoY 成長 high-20s%；營業費用占營收比重預期 29–30%；股票薪酬預計 US$155mn；自由現金流利潤率預期與 4Q25 持平

- 訂閱解決方案：1)訂閱營收年增 20%（vs.上季減速 2ppts），係受 standard 方案商家淨新增帶動，Plus 訂閱與 variable platform fees 亦貢獻相近增量；2)MRR 年增 19%（vs.上季持平），Shopify Plus MRR 年增 18%，占整體 MRR 34%（vs.上季持平）；3)訂閱毛利率 79.1%（vs.上季下降 0.6ppts），年減 2.6ppts，係受 Sidekick AI 投入及 BFCM 提前擴充主機容量影響，惟 Sidekick 單次對話成本 QoQ 下降 28%，整體成本下降 18%

- 商戶解決方案：1)營收年增 35%（vs.上季減速 2ppts），受 GMV 成長、支付滲透率年增 3ppts 及外匯與廣告收入帶動；2)毛利率 38.5%（vs.上季增加 0.1ppt），年增 0.3ppt，主要受支付合作夥伴成本節省及高毛利業務貢獻帶動

- 電商相關：1)GMV 年增 29%／固定匯率年增 30%（vs.上季減速 3ppts／持平），連續 6 季固定匯率成長約 30%；2)年 GMV>US$25mn 商家成長最快，US$2–25mn 商家貢獻最多增量 GMV；3)北美／歐洲固定匯率 GMV 年增 28%／33%，國際 GMV 年增 32%；4)線下 POS GMV 年增 30%，門市數年增 52%，新增 POS 商家中 55%為新客戶；5)B2B GMV 年增 74%（vs.上季減速 2ppts）
- 金融科技相關：1)Shopify Payments 滲透率維持 68%，YoY 3ppts；2)Shop Pay GMV 年增 50%（vs.上季減速 3ppts），Installments 擴展至澳洲，Lululemon 導入北美線上支付；3)Shop Pay 整合 Muse、Instinct、Claude Duet 及 Grok Bot 等 AI 代理，管理層表示 AI 導流至 Shopify 商家網站的收益模式與傳統導流相同

- AI 相關：1)Shopify Catalog 涵蓋 1bn+商品，AI 搜尋轉換率為一般 AI 搜尋的 2 倍；2)AI 導流量年增 2.6 倍、訂單量年增 3.3 倍，AI 導流轉換率較傳統自然搜尋高 64%，惟 Agentic Commerce 交易量仍小；3)Sidekick 日活躍商家年增 3.7 倍、每日 sessions 年增 4.2 倍，本季約 2/3 的 Shopify Flow 由 Sidekick 建立，Canvas 使商家建站速度提升 20%。

## Fintech & Payments 3Q26 財報回顧

### Visa 財報會議摘要

- Visa (V US) 公布 F4Q26 財報，焦點包含：1)淨營收 US$12.1bn，YoY 13%，全年淨營收 US$46bn，YoY 15%。2)EPS US$3.48，YoY 17%，優於預期主因稅率低於預期。3)FY27 調整後淨營收預期 low-double-digits 成長，調整後 EPS 預期 low-double-digits 至 low-teens 成長。
- 核心業務：1)F4Q26 全球 payments volume YoY 9%，cross-border volume ex. intra-Europe YoY 14%，process transactions YoY 10%。2)CMS 營收 ccYoY 16%，Visa Direct 交易量 YoY 23%，VAS 營收 US$4bn，ccYoY 31%。3)FY26 CMS 及 VAS 營收分別 ccYoY 19%、30%，合計占總淨營收逾 40%。4)FY27 約 25% payments volume 將續約，高於 FY26 約 20%，管理層仍預期淨營收維持 low-double-digits 成長。
- Crypto：1)Stablecoin settlement 年化交易量逾 US$25bn，YoY 10 倍，支援 10 條 blockchains 及 5 種 stablecoins。2)Stablecoin-linked card programs 逾 225 個，YoY 逾 70%，交易量成長逾 150%，涵蓋逾 5mn 張卡、50 多國。3)Visa Direct stablecoin prefunding 已進入商業化，首個合作夥伴為 Inyo Global。4)Open USD 供給及流通量截至 10/15 已逾 US$800mn，Visa stablecoin platform 已進入 6 個市場，pipeline 逾 300 家合作夥伴。

- 其他關注焦點：1)Agentic Commerce 仍處早期，Visa 已有近 50 家 AI 合作夥伴上線，預期未來數月倍增，並與 Shopify Shop Pay 及 Anthropic 合作。2)Visa Intelligent Commerce 已支援 agent identity、agentic token 及 intent capture，數十家合作夥伴已採用，另有數十家處於導入階段。3)FY26 全球產品開發及工程團隊逾 60%已採用 agentic tool chain，目標年內達 100%，並推動全年產品發布逾 350 項，YoY 25%。4)VAS 中的 Cybersecurity 為客戶前三大關注領域之一，管理層預期 issuing、acceptance 及 risk & security 產品 2027 年可持續 20%+成長。

**Mastercard 財報會議摘要**

- Mastercard (MA US)公布 3Q26 財報，淨營收與調整後 EPS 優於預期 1%/3%，美國及跨境交易額大致符合預期。
- 財測方面：1)FY2026 淨營收預計以固定匯率、排除併購影響後年增低雙位數區間高端，營業費用年增低雙位數；4Q26 淨營收與營業費用均預計年增低雙位數區間高端，匯率分別帶來約 1ppt 逆風及 0.5ppt 順風，Non-GAAP 稅率預估 20～21%。2)管理層表示 3Q26 部分服務專案及支付網路合約提前認列營收，將對 4Q26 形成抵銷影響。3)FY2027 正式財測將於下季公布。
- 支付業務相關：1)3Q26 全球 GDV YoY 7%，美國 GDV YoY 6%，其中信用卡及簽帳金融卡分別成長 10%及 1%；跨境交易量 YoY 11%，跨境收費收入 YoY 16%。2)跨境非旅遊線上交易量成長由 2Q26 的 20%放緩至 15%，主要受歐洲新關稅費用、去年加密貨幣購買基期較高及促銷活動時間差異影響，管理層認為並非結構性需求轉弱。3)公司持續拓展 B2B 虛擬卡支付，與 Tungsten Automation 整合企業應付帳款流程，本季新增旅遊業合作預計於合約期間為支付網路帶來逾 US$20bn 增量交易額。
- VAS 與資安業務相關：1)3Q26 增值服務與解決方案營收 YoY 19%，約 60%服務與支付網路連動，成長動能來自支付交易量增加、既有客戶交叉銷售、資安需求及新產品定價；BVNK 併購對本季 VAS 營收成長影響有限。2)資安業務由詐欺偵測延伸至身分驗證及網路安全，結合 Recorded Future 與 RiskRecon 強化威脅情報及第三方風險管理，新推出的 Digital Risk Protection 已服務近 800 家企業。3)AI 代理式商務帶動新型資安需求，公司推出 Agent Pay、Agentic Trust Intelligence 及 Agent Connect，並與 Shopify、OpenAI 合作推動 AI 代理支付。
- Crypto 相關：1)Mastercard 已完成 BVNK 收購，推出 Global Money Platform，整合法幣與穩定幣的持有、兌換、收付功能，並串接 Mastercard Move 的 170 億個支付端點，使企業可將穩定幣餘額直接支付至收款人的當地銀行帳戶，Nuvei 及 Marqeta 為首批整合客戶。2)管理層表示 BVNK 具備既有牌照、合規能力及數位資產專業團隊，可協助銀行與金融科技公司導入穩定幣服務，目前市場需求強勁。

- 關注焦點：1)Agentic Commerce 仍處早期，交易量尚未形成顯著規模，但已呈現快速週成長；管理層認為長期應採用端到端 Tokenization，單次使用虛擬卡僅屬過渡方案，商家商品可被 AI 代理搜尋及支付系統整合程度將影響普及速度。2)4Q26 需關注 3Q26 提前認列營收的反向影響、跨境交易成長及 Capital One 簽帳金融卡轉換的基期效應。3)FY2027 成長動能將取決於新客戶合約、VAS 滲透率及匯率變化，管理層尚未提供量化展望。

**PayPal 財報會議摘要**

- PayPal (PYPL US) 公布 3Q26 財報，焦點包含：1) 交易利潤額（Transaction Margin Dollars）成長優於公司原先財測，且非交易相關營運費用僅年增 1%，帶動調整後營業利益轉為年增 3%、調整後 EPS 年增 8% 至 US$1.45，顯著緩解市場對費用加速擴張與利潤率壓縮的擔憂；2) 管理層再度上調 FY26 全年財測，交易利潤額上調至約 US$15.7bn（排除客戶餘額利息後為 US$14.6bn），調整後 EPS 上調至約 US$5.60，並維持約 US$6bn 股票回購計畫，消除併購可能排擠回購的疑慮；3) 雖營收與總支付量（TPV）略低於市場共識，主因歐洲取消小額包裹免稅（de minimis）對 Branded Checkout 造成約 70 bps 逆風以及商戶共同行銷折讓（contra revenue）增加，但獲利品質與現金流表現足以抵銷頂線放緩。

- 核心業務相關：1) Branded Checkout TPV 維持 1% 至 2% 的匯率中性成長，連續四季呈現止穩態勢，其中美國市場連續三季加速改善，顯示針對高價值用戶與大型商戶優化結帳體驗與版面配置（presentment）的策略已見成效，抵銷歐洲關稅政策帶來的壓力；2) 成長引擎持續向多元金融服務轉移，金融服務（含 BNPL、簽帳卡與信貸）已占公司交易利潤額逾 20% 且維持雙位數成長，其中 BNPL TPV 年增 25%，並擴大與德國及奧地利 Amazon 等大型零售商合作；3) 交易營收率（Transaction Take Rate）年減 26 bps 至 1.58%，主要反映 PSP 業務占比維持 45% 高檔及共同行銷投資增加，但受惠於交易處理費用率下降及信用損失準備金回沖，交易利潤額仍實現年增 2%（排除利息後年增 3%）。

- Venmo 與成本重整策略：1) Venmo TPV 年增 14% 至 US$96.8bn，連續八季維持雙位數成長，且變現進程加速，Venmo 簽帳卡月活躍帳戶年增逾 55% 至 670 萬戶、Pay with Venmo TPV 年增逾 40%，帶動整體 ARPA 達雙位數成長；2) PSP 業務聚焦獲利性成長，Braintree TPV 年增 10%，且高毛利增值服務（風險管理、撥款、商戶信貸）附加率由去年同期的 5% 提升至 6%；3) 組織精簡與 AI 自動化進度超前，本季已削減逾 2,000 個職位並減少三個管理層級，管理層將 4Q26 季末年化成本節省目標（gross run-rate savings）由原先 US$400mn 大幅上調至逾 US$700mn，朝 2 至 3 年節省至少 US$1.5bn 目標推進，並強調併購將嚴格遵循策略契合、回報優於庫藏股與整合可行性三大原則。

- 關注焦點：1) 2027 年再投資節奏與利潤率權衡，管理層預告 2027 年將把成本節省重新投入美國與歐洲商戶推廣及產品研發，目標 2027 年非 GAAP EPS 成長率與 2026 年相近，須觀察費用與交易利潤再投資是否造成單季利潤率波動；2) 歐洲小額免稅取消的逆風預計延續至 4Q26，管理層預期 4Q26 Branded Checkout 仍維持 1% 至 2% 成長，需追蹤歐洲本土團隊建置與 BNPL 推廣能否於 2027 年帶動國際業務重回正成長；3) Venmo 金融服務滲透率（目前僅 23% 用戶使用）與 Braintree 增值服務附加率（6%）的提升速度，此為支撐公司中期交易利潤額邁向中個位數成長的核心驗證指標，至於與 Meta 等合作的 Agentic Commerce 仍屬早期布局，短期尚未產生實質營收貢獻。

**Block 財報會議摘要**

- Block (XYZ US) 公布 3Q26 財報，本季焦點：1) 3Q26 毛利達 US$3.24bn 優於預期約 3%，調整後營業利益達 US$922.7mn（優於市場預期 US$880mn 達 4.8%），調整後每股盈餘 (EPS) 達 US$1.13（優於預期 US$1.02 達 10.8%）；2) 全年財測大幅上調，FY26 毛利上調至 US$12.626bn（年增 22%）、調整後營業利益上調至 US$3.519bn（利潤率 28%）、調整後 EPS 上調至 US$4.15（年增 75%），使 Rule of X 表現由最初 Investor Day 承諾的 Rule of 40 大幅提升至 Rule of 50；3) 首次給出 2027 年初步營運指引，預計毛利將維持至少 15% 年增長，且調整後營業利益率達 32%（或調整後營業利益年增 30%），消除市場對 2027 年成長斷崖的疑慮。

- 核心業務與營運展望：1) Cash App 3Q26 毛利達 US$2.07bn（年增 26%，優於預期 US$1.97bn 達 5%），Square 毛利達 US$1.16bn（年增 13%），整體支付總額 (GPV) 年增 13.7% 至 US$76.36bn，顯示核心支付與金融服務動能穩健；2) 財報前市場關注 Cash App Borrow 定價與期限調整（由 4 週 5% 費用提升至 6 週 7.5% 費用）是否引發壞帳飆升，本季證實該策略調整極為成功，促使 Borrow 的目標可變利潤率 (Variable Profit Margin) 由 2.0% 上調至 2.8%，在放貸規模顯著擴大下仍維持優異獲利能力；3) 費用控制持續發揮營運槓桿，非 GAAP G&A 費用年減 21%，推動 3Q26 調整後營業利益率創下 29% 的歷史新高，並帶動 2026 與 2027 年邊際營業利益率 (Incremental Margin) 預計均突破 50%。

- AI 策略與新產品進展：1) 公司宣佈轉型為即時智慧串流平台，並預計於 4Q26 透過 Builder Lab 與 Buzz 外部化 AI 能力，實現首筆 AI 相關收入；2) 針對賣家生態系推出 Buzz 1.0 作為 AI 工具介面，內部將取代第三方軟體供應商以降低營運成本，外部將整合 ManagerBot 升級為 Squaremates，協助商家團隊與 AI Agent 協同營運；3) 信用工程結合機器學習推出 Cash App Score，對外賦能合作夥伴，在維持相同壞帳目標下展現高達 30% 的車貸核准提升率；儘管管理層未將 AI 新業務貢獻納入 2027 年基本財務指引，但產品創新速度顯著加快（Square 前三季已發布 180 項新功能），提供中長期的溢價估值支撐。

- 關注焦點：1) Cash App Borrow 及後續 BNPL、Afterpay 延伸產品在期限調整後的壞帳控制與可變利潤率實現進度；2) 4Q26 預計推出的 Buzz 1.0 與 Builder Lab AI 工具變現進程與外部客戶採用率；3) Square 商家生態系在中大型商家 (Mid-Market) 與國際市場的 GPV 滲透率，以及 2027 年達成 Rule of 47+（15% 毛利成長 + 32% 營業利益率）的營運執行力。

## 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<br>郵政編號：201103 |
| **台灣** | 台北 | 104 台北市明水路 700 號<br>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<br>電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800 |
| **泰國** | 曼谷 | 8th - 11th floors, Asia Centre Building<br>173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand<br>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<br>郵政編號：068807<br>電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826 |
| **印尼** | | Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia<br>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。 |
| 受法規限制未評等 (R) | 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。 |
| | *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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。