

## 網路產業

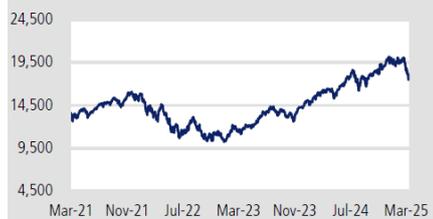
### 電商 & O2O 財報：SE 電商業務持續擴張；UBER 逆風將至

#### 焦點內容

1. SE 2025 電商 & 遊戲財測亮眼。
2. SHOP 在 AI Search 帶動 D2C 滲透率的產業地位良好。
3. UBER 面臨價格調漲及利潤率擴張天花板，DASH 在商業模式更具門檻。

#### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

#### ESG 分數評等

| Company          | Overall | E  | S  | G  |
|------------------|---------|----|----|----|
| Sea SE US        | 32      | 22 | 50 | 20 |
| Shopify SHOP US  | 51      | 43 | 49 | 55 |
| Doordash DASH US | 53      | 20 | 62 | 55 |
| Uber UBER US     | 82      | 68 | 75 | 93 |

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 4Q24 財報。

#### 評論及分析

**電商：SE 2025 電商 & 遊戲財測亮眼，SHOP 在 AI Search 帶動 D2C 滲透率提升的產業地位良好。** SE 2025 蝦皮 GMV 財測年增 20%並持續提升利潤率，優於市場預期 3%，管理層看好用戶成長與購買頻率提升，巴西市場成長性略高於亞洲，物流服務的擴張讓平台可以服務較高端的客群，借貸業務成長性亦高於蝦皮 GMV 成長。遊戲用戶數及訂單金額(Bookings)財測雙位數成長(vs. 2024 年增 18%)，非洲市場擴張及新遊戲推出為動能。SHOP 1Q25 營業利益率財測低於預期 1.4ppts，係因試用方案期限延長至 3 個月影響，1Q25 GMV 增速為全年低點，國際擴張、B2B 及 POS 等業務拓展將支撐中長期動能，公司 2025 將在不擴大員工人數下追求營收成長，並利用 AI 技術於 Shopify Inbox, Shop Pay, Audience 等提升商家高效管理客戶互動、優化支付體驗及廣告投放精準度。考量該司與 Perplexity 合作推出 Buy with Pro，有望受惠 AI Search 帶動 D2C 滲透率提升之趨勢。

**O2O：UBER 面臨價格調漲及利潤率擴張天花板，DASH 在商業模式更具門檻。** Uber 1Q25 總訂單金額及調整後 EBITDA 財測低於市場預期 2/3%，係因洛杉磯大火及美國南方降雪導致城市部分關閉影響總訂單金額 1-2ppts，雖管理層表示 Robotaxi 需符合法規、實地營運經驗、高效率的供需配對網路，Uber 具有良好的戰略地位並與 Waymo 準備於德州奧斯丁推出自駕計程車服務，然而我們考量：(1)Waymo 擴大營運團隊後可獨立運行 Waymo One 應用程式，已在舊金山地區於 2025/1 取得 14%市占率，侵蝕 Uber 市占率及平均用戶消費金額(見圖 2-3)；(2)Uber & Lyft 於 2024 年調漲價格 7%，惟用戶調查顯示 73%消費者表示若繼續調漲將減少使用量(vs. 2024 年 52%)；(3)導入自動駕駛車輛做為合作夥伴可能遇到司機工會抗爭。上述因子將限制 Uber 乘車業務調整後 EBITDA 利潤率潛在上修空間。另外，我們認為 DoorDash 相對具有抵禦能力，考量：(1)外送業務在餐飲商家簽約方面具有進入門檻；(2)90% Dasher 每周駕駛時間少於 10 小時(意味多數兼職)；(3)餐飲零售外送業務擴張使其受惠 GenAI+RMN 之廣告趨勢順風。

#### 投資建議

凱基曾強調 Uber 評價具吸引力後股價上漲 11%(vs. Nasdaq 下跌 6%)，考量該司將面臨價格調漲及利潤率改善限制，評價漸不具吸引力，我們調降該司投資評等至「持有」，電商 & O2O 類股偏好排序為：SE > SHOP > DASH > UBER。

#### 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。

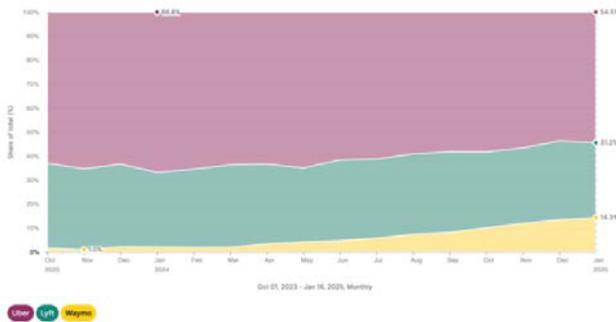
圖 1: 凱基財測暨目標價調整

|                           | 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                |
| <b>Sea Limited</b>        |              |        |               |      |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Revenue (US\$mn)          | 20,909       | 24,855 | 5             | 5    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Gross profit (US\$mn)     | 9,414        | 11,411 | 6             | 6    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Operating profit (US\$mn) | 1,913        | 2,949  | 7             | 7    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| EBITDA (US\$mn)           | 2,975        | 4,182  | 7             | 7    | OP      | 127           | 73               | 155          | 22         | 135        | 15       | FY26 20x EV/EBITDA | FY25 26x EV/EBITDA |
| Net income (US\$mn)       | 2,015        | 2,882  | 14            | 14   |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| EPS (US\$)                | 3.70         | 5.28   | 22            | 22   |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| <b>Uber</b>               |              |        |               |      |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Revenue (US\$mn)          | 50,453       | 57,992 | (1)           | (1)  |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Gross profit (US\$mn)     | 20,330       | 23,656 | (2)           | (2)  |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Operating profit (US\$mn) | 6,084        | 8,350  | 1             | 1    | DG to N | 73            | 153              | 78           | 7          | 85         | (8)      | FY26 15x EV/EBITDA | FY25 21x EV/EBITDA |
| EBITDA (US\$mn)           | 8,481        | 10,786 | (1)           | (1)  |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Net income (US\$mn)       | 5,744        | 7,812  | 4             | 4    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| EPS (US\$)                | 2.51         | 3.50   | 2             | 2    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| <b>DoorDash</b>           |              |        |               |      |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Revenue (US\$mn)          | 12,990       | 15,357 | 3             | 3    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Gross profit (US\$mn)     | 6,647        | 7,966  | 3             | 3    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Operating profit (US\$mn) | 865          | 1,641  | 15            | 15   | OP      | 178           | 75               | 210          | 18         | 210        | 0        | FY26 22x EV/EBITDA | FY25 30x EV/EBITDA |
| EBITDA (US\$mn)           | 2,718        | 3,608  | 3             | 3    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Net income (US\$mn)       | 981          | 1,685  | 7             | 7    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| EPS (US\$)                | 2.23         | 3.73   | 10            | 10   |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| <b>Shopify</b>            |              |        |               |      |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Revenue (US\$mn)          | 10,950       | 13,253 | 1             | 1    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Gross profit (US\$mn)     | 5,464        | 6,612  | 1             | 1    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Operating profit (US\$mn) | 1,938        | 2,559  | (0)           | (0)  | OP      | 93            | 120              | 120          | 29         | 140        | (14)     | FY26 23x EV/GP     | FY25 33x EV/GP     |
| EBITDA (US\$mn)           | 1,978        | 2,586  | (1)           | (1)  |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| Net income (US\$mn)       | 1,943        | 2,477  | 1             | 1    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |
| EPS (US\$)                | 1.51         | 1.88   | 0             | 0    |         |               |                  |              |            |            |          |                    |                    |

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: Waymo 持續侵蝕 Uber 在 SF 的市占率達 14%

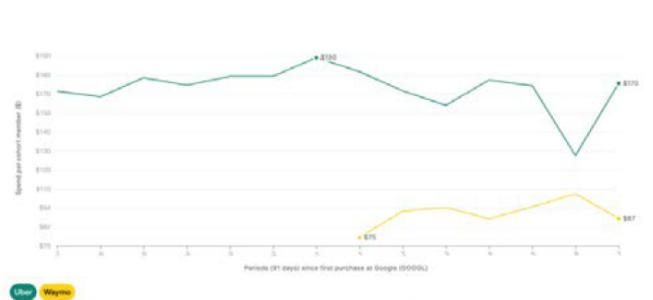
市占率(total ride share dollars), 百分比



資料來源: Earnest; 凱基

圖 3: Waymo 侵蝕 Uber 用戶平均消費金額

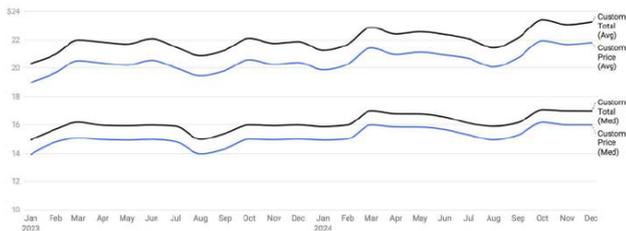
每用戶平均消費金額, 美元



資料來源: Earnest; 凱基

圖 4: Uber &amp; Lyft 2024 年平均價格上漲 7%

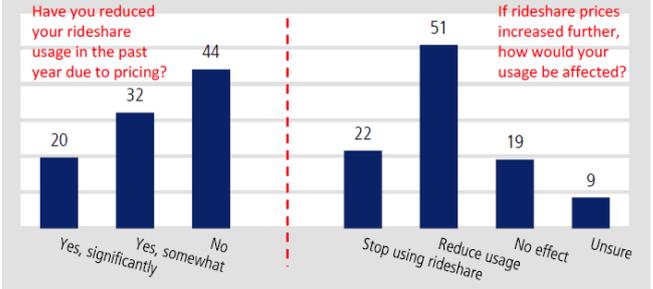
平均價格, 美元



資料來源: Gridwise Analytics; 凱基

圖 5: 若乘車價格持續上漲將有 73% 用戶減少用量

問卷調查, 百分比



資料來源: Gridwise Analytics; 凱基

**圖 6: SHOP 未來 12 個月預估 EV/GP**

EV/GP, 倍(左軸); CY25 GP 市場共識, 百萬美元(右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

**圖 7: SE 未來 12 個月預估 EV/EBITDA**

EV/EBITDA, 倍(左軸); CY25 EBITDA 市場共識, 百萬美元(右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

**圖 8: UBER 未來 12 個月預估 EV/EBITDA**

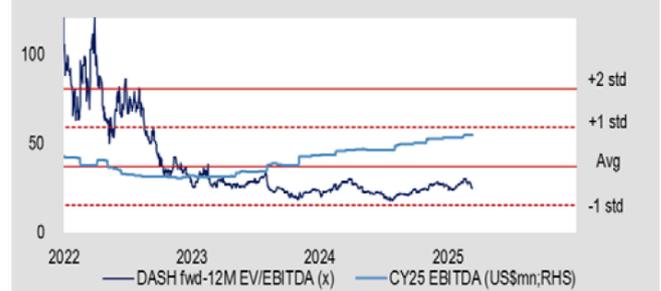
EV/EBITDA, 倍(左軸); CY25 EBITDA 市場共識, 百萬美元(右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

**圖 9: DASH 預估 12 個月預估 EV/EBITDA**

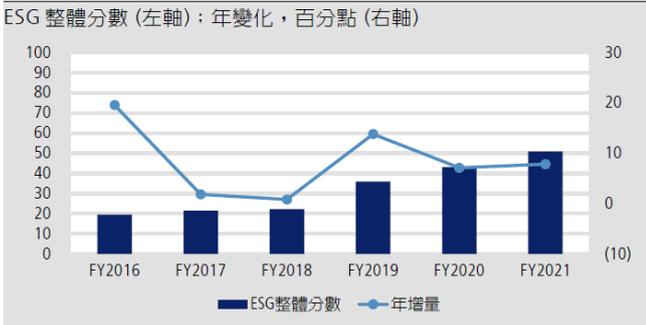
EV/EBITDA, 倍(左軸); CY25 EBITDA 市場共識, 百萬美元(右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

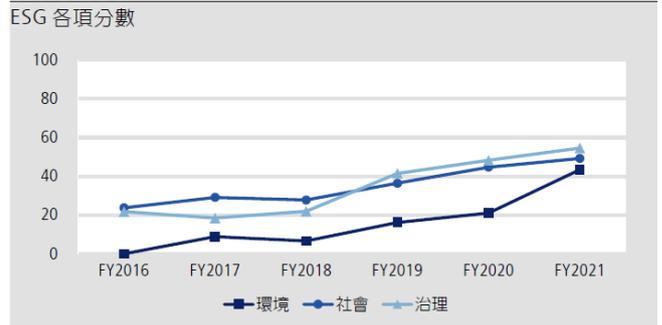
## Shopify (SHOP US)

圖 10 : Shopify – ESG 整體分數



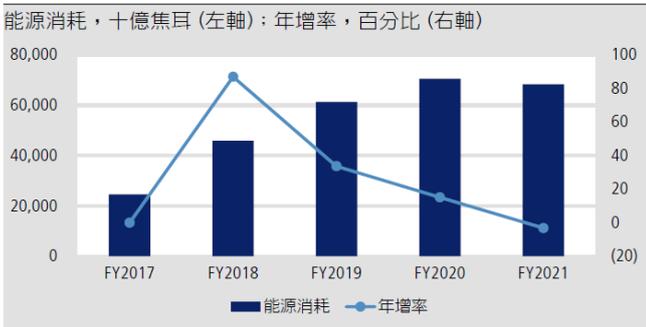
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 11 : Shopify – ESG 各項分數



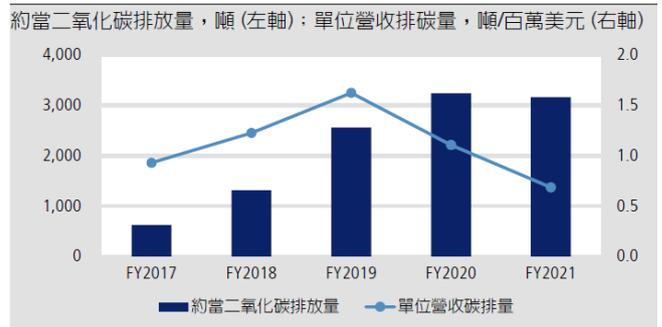
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 12 : Shopify – 能源消耗



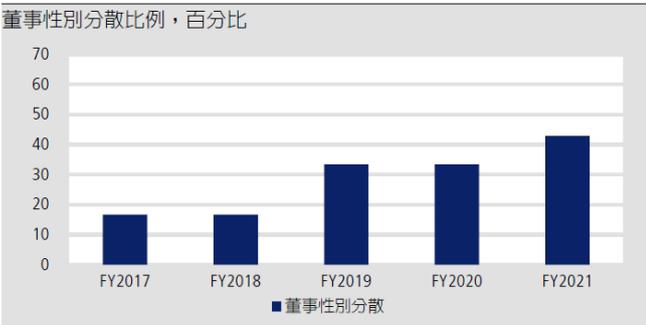
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 13 : Shopify – 碳排量



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 14 : Shopify – 董事性別多樣性



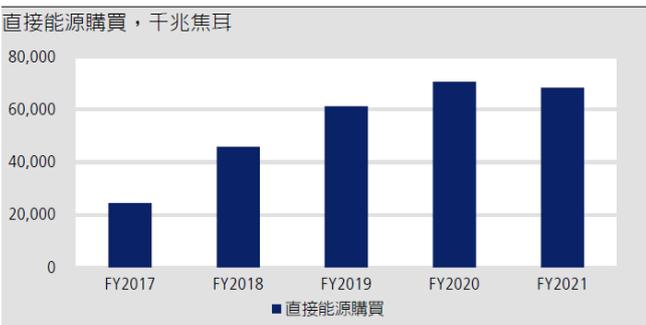
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 15 : Shopify – 獨立董事



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 16 : Shopify – 能源購買



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 17 : Shopify – 電力購買

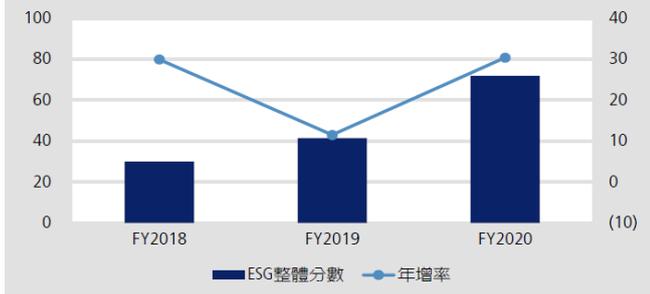


資料來源: Refinitiv、公司資料

## Uber (UBER US)

圖 18 : Uber – ESG 整體分數

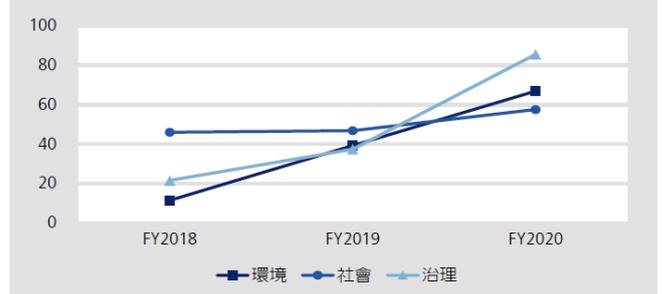
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 19 : Uber – ESG 各項分數

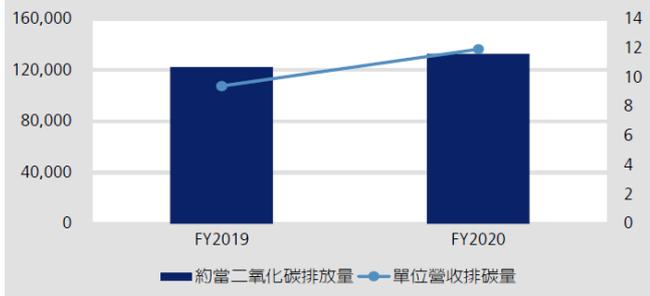
ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 20 : Uber – 碳排量

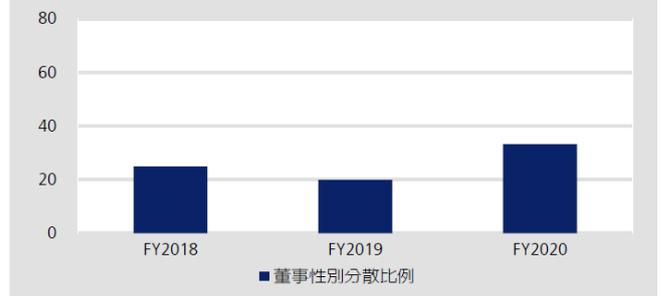
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸); 單位營收排碳量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 21 : Uber – 董事性別多樣性

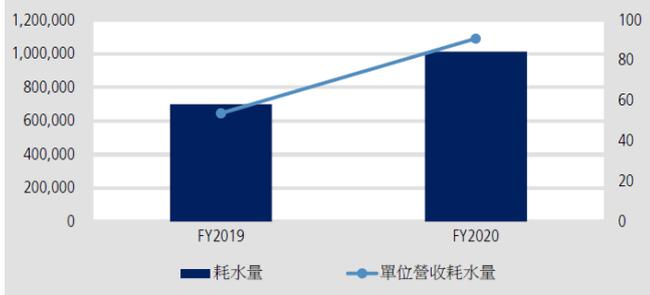
董事性別分散比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 22 : Uber – 耗水量

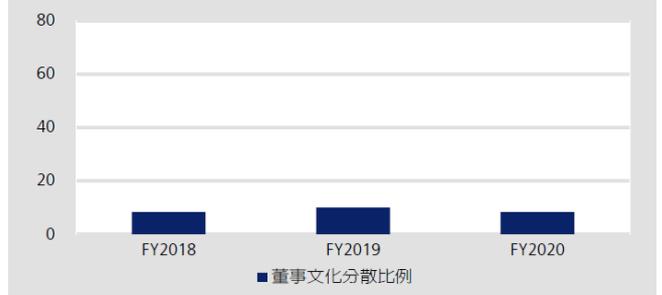
耗水量, 立方公尺 (左軸); 單位營收耗水量, 立方公尺/百萬美元 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 23 : Uber – 董事文化多樣性

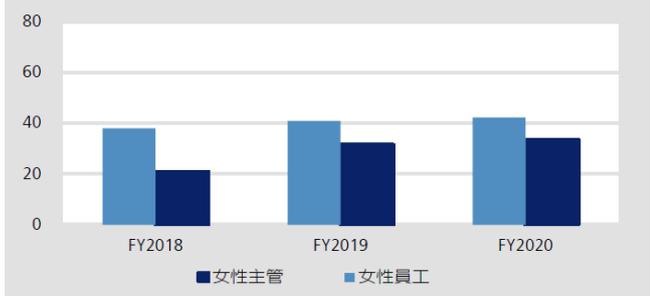
董事文化分散比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 24 : Uber – 性別多樣性

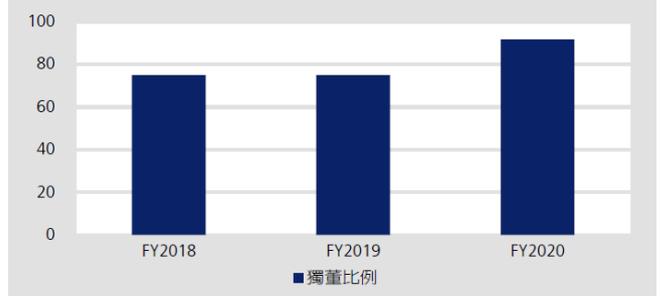
女性主管與員工比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 25 : Uber – 獨立董事

獨立董事佔比, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

| 項目           | 定義   |
|--------------|--|
| 能源使用         | 直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)<br>- 公司運營範圍內消耗之能源總量<br>- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量<br>- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源<br>- 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產）<br>- 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下 |
| 購買之再生能源      | Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)<br>- 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量<br>- 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源   |
| 再生能源使用率      | 再生能源占總能源消耗量之比例   |
| CO2 約當排放量    | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)<br>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）<br>- 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)   |
| CO2 約當排放量營收比 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比<br>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）<br>- 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)   |
| 廢棄物總量        | 廢棄物總量(公噸)<br>- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物<br>- 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量<br>- 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內   |
| 廢棄物回收率       | 公司呈報的廢棄物回收率<br>- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100<br>- 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收<br>- 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物   |
| 總取水量         | 總取水量(立方公尺)<br>- 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量<br>- 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮  |
| 環保支出         | 環保支出總金額<br>- 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出   |
| 員工流動率        | 員工流動率<br>- 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期<br>- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100<br>- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2<br>- 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工人數 - 離開之員工人數                     |
| 女性經理         | 女性經理百分比<br>- 女性經理占公司經理的百分比<br>- 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比<br>- 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100   |
| 女性員工         | 女性員工百分比<br>- 女性員工占公司員工總數的百分比<br>- 女性員工百分比 = 女性員工人數/員工總數*100  |
| 教育訓練總時數      | 所有員工教育訓練總時數<br>- 僅考慮員工教育訓練時數<br>- 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展）<br>- 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作  |
| 每位員工教育訓練時數   | 平均每年每位員工總教育訓練時數  |
| 股東治理分數       | 衡量公司用以反收購工具的有效性  |
| 公司治理分數       | 衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性   |
| 產品責任分數       | 衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量   |
| 社區關係分數       | 衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾   |
| 勞動力分數        | 衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效  |
| 資源使用指標       | 衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更具生態效率的解決方案   |

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。