

2025 年 09 月 03 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Shopify (SHOP.O)：双业务驱动营收高增，AI 与全球化战略打开长期发展空间

—计算机行业点评报告

推荐(维持)

事件

分析师：任春阳 S1050521110006

✉ rency@cfsc.com.cn

联系人：谢孟津 S1050123110012

✉ xiemj@cfsc.com.cn

Shopify 于 2025 年 8 月 6 日披露 2025 年第二季度财报，公司当季实现总营收 268 亿美元，同比增长 31.1%，环比增长 13.6%。公司整体营业利润 90.6 亿美元，同比增长 429.8%，GAAP 毛利率为 48.6%。

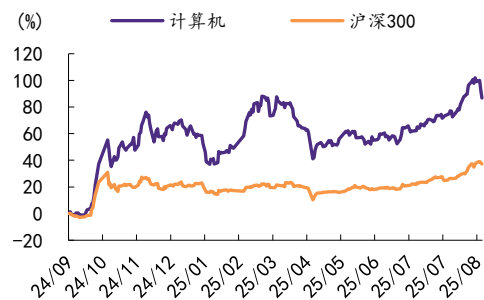
行业相对表现

投资要点

表现	1M	3M	12M
计算机(申万)	7.7	20.2	85.3
沪深 300	10.0	15.8	36.2

■ 双业务协同增长，营收结构持续优化

市场表现



营收端：2025 年第二季度，当季实现总营收 268 亿美元，同比增长 31.1%，环比增长 13.6%。其中订阅解决方案营收 65.6 亿美元，同比增长 16.5%，同比变化的最大组成部分由 MRR 的增长推动所致，该季度 MRR 为 18.5 亿美元，同比增长 9.5%。商户解决方案营收 202.4 亿美元，同比增长 36.6%，同比变化的最大组成部分是 Shopify Payments 收入增加了 4.55 亿美元，双业务线均保持高增长态势。

盈利端：二季度公司整体营业利润 90.6 亿美元，同比大幅增长 429.8%，GAAP 毛利率 48.6%，主要受益于营收规模效应与投资端收益贡献。本季度自由现金流利润率达 16%，标志着其已连续八个季度实现两位数的自由现金流利润率。

相关研究

■ AI 与技术投入构筑壁垒，提升商家运营效率

1、《计算机行业周报：谷歌发布图像模型 Gemini2.5FlashImage，元石科技发布旗舰模型问小白 5》2025-09-02

2、《计算机行业点评报告：英伟达(NVDA.O)：Blackwell 引领 AI 发展，数据中心驱动营收再创新高》2025-08-29

3、《计算机行业周报：DeepSeek-V3.1 开启 AI 高效计算时代，百度发布音视频一体化模型蒸汽机 2.0》2025-08-25

AI 搜索功能升级：通过收购 Vantage Discovery，整合“传统搜索 + 向量数据库 + 大语言模型”的混合架构，将加快基于人工智能的多向量搜索在搜索 API、购物及店面搜索产品中的开发。

研发投入持续加码：2025Q2 研发费用 39.4 亿美元，同比增长 13%，占营收比重 15%，较往期而言，还增加了对相关员工与计算机软硬件的投资。

■ 全球化与支付渗透双轮破局，打开长期增长空间

全球化布局成效显著：Shopify 在北美、欧洲和亚太地区均表现强劲，2025Q2 国际市场（除北美外）营收达 84.4 亿美元，同比增长 39.1%，增速显著高于整体营收（31%）。尤其是其在欧洲市场的增长高达 45.4%；APAC 地区营收为 26.5 亿美元，同比增长 30.5%。

支付渗透率持续提升：该季度 Shopify Payments 的渗透率为 64%，通过 Shopify Payments 促成的商品交易总额（GMV）为 566 亿美元，渗透率较 2024 年同期（61%）提升 3 个百分点，GMV 增长 38%，增长势头强劲。

■ **财务健康度高，现金流与资产结构稳健**

现金流充裕：第二季度经营活动现金流 42.8 亿美元，同比增长 25.9%；截至 6 月 30 日，现金及现金等价物 + 可交易证券达 582 亿美元，较 2024 年末（547.9 亿美元）增长 6.2%，足以覆盖短期债务（convertible senior notes 9.19 亿美元）及未来 12 个月的研究、并购投入。

资产质量优质：loans and merchant cash advances（商户贷款及现金垫款）净额 159.7 亿美元，坏账率控制在 8.6%，处于合理水平；股权及其他投资（含对 Klaviyo、Flexport 的投资）公允价值达 440.5 亿美元，这些投资可体现资产结构的稳健。

■ **投资建议**

Shopify 作为全球领先的电商 SaaS 平台，展现出强劲的增长态势与广阔的发展前景，从财务数据来看，2025 年第二季度其总营收达 268 亿美元，同比大幅增长 31.1%，GMV 同样增长势头强劲，营收与交易规模均实现高速扩张，盈利能力稳定。在业务拓展方面，Shopify 在 AI 技术上的投入成果显著，消费端的 AI 多向量搜索、智能客服，商户端的 AI 自动化运营工具等，均有效提升用户体验与运营效率，推动 GMV 增长同时，公司积极开拓跨境电商市场，国际市场 GMV 增速超北美，新兴市场潜力巨大。此外，中小企业数字化转型需求为 Shopify 带来源源不断的客户资源，其在电商 SaaS 市场份额有望持续扩大。我们认为，Shopify 凭借自身强大的技术实力、不断拓展的业务版图以及良好的财务状况，未来增长空间广阔。

■ **风险提示**

- （1）AI 技术投入与成本控制压力；
- （2）市场竞争加剧；
- （3）用户增长可持续性挑战；
- （4）汇率波动与国际化风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025/9/03	EPS	PE	投资评级
------	----	-----------	-----	----	------

		股价（美元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
MSFT. 0	微软	505. 12	11. 86	13. 46	15. 78	42. 64	36. 91	32. 05	未评级
GOOGL. 0	谷歌 A	211. 350	8. 13	9. 71	10. 51	24. 52	20. 51	18. 98	未评级
SHOP. 0	Shopify	139. 04	1. 57	0. 77	2. 01	39. 54	33. 50	28. 37	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：以上公司盈利预测皆取自万得一致预期，单位为美元）

■ 中小盘&主题&北交所、计算机&AI&互联网组介绍

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6 年证券行业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

周文龙：澳大利亚莫纳什大学金融硕士

陶欣怡：毕业于上海交通大学，于 2023 年 10 月加入团队。

倪汇康：金融学士，2025 年 8 月加盟华鑫证券研究所。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023 年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

报告编号：HX-250903174045