

买入

2021年6月11日

游戏起家，电商争霸，乘长风破新兴市场互联网蓝海

► **东南亚龙头互联网公司：**冬海集团(SEA)集游戏、电商、支付业务于一体，主要业务包括游戏运营商 Garena、电商平台 Shopee 和数字金融服务网络 SeaMoney。成立愿景是为新兴市场的数字消费者提供更优质和更具针对性的服务。腾讯是其最大股东，持股比例 22.9%。

► **Garena 与腾讯长期合作，代理+自研双模式驱动：**Garena 是公司发展最为成熟的业务，亦是利润和现金流的主要来源。目前与腾讯达成长期合作，享有腾讯游戏的 5 年优先权。此外，Garena 通过自研游戏实现了第二曲线增长。自研游戏《Free Fire》于 2017 年底上线，凭借先发优势和强适配性，迅速在东南亚和拉美地区打开市场，并在美国市场同样表现亮眼。我们认为凭借 Garena 与众多开发商建立的深度合作关系以及强大的自主研发和本土化运营能力，未来用户数量和付费比例将持续驱动业绩的增长。预计 2021-2025 年游戏业务收入复合增长 15.5%。

► **Shopee 处于高速增长，重投入阶段，本土化运营优势显著：**公司于 2015 年推出以第三方为主的全品类电商平台 Shopee。Shopee 结合 GSEA 地区消费群体的特征，凭借本土化的打法，提供高性价比的品类，同时重视社交媒体的引流以及灵活的物流配送模式，从而逐渐成为 GSEA 地区头部电商之一。目前，Shopee 处于高速增长阶段并初步呈现出规模效应，活跃买家和订单量均体现出高速增长态势。考虑到目前泛东南亚地区的渗透率较低，未来依旧是增量市场，Shopee 将持续受益于行业发展。此外，公司已在拉美，东欧，中东等地区布局。预计 2021-2025 年电商业务复合增长 47.2%。

► **SeaMoney 培养支付消费习惯+双平台的协同效应：**SeaMoney 是数字金融服务平台，类似于蚂蚁金服，目前仍处于发展初期。SeaMoney 主要用于培养用户消费支付习惯和提升游戏+电商双平台的协同效应。疫情期间，用户使用电子钱包的场景大幅增加。

► **目标价 312.38 元，买入评级：**我们采用分部估值法，给予目标价 312.38 美元，较现价 19% 的增长空间，买入评级。游戏业务预计 2022 年经调整净利润 17.36 亿，给予 25 倍 P/adjusted NI，对应 434.07 亿美元。电商业务预计 2022 年 GMV 1,000.05 亿美元，给予 1.1 倍 P/GMV，对应 1,140.57 亿美元。支付业务预计 2022 年收入 4.97 亿美元，给予 10 倍 PS，对应 49.73 亿美元。

► **风险因素：**《Free Fire》热度下降，自研缺乏长期壁垒；电商竞争格局加剧；出海面临当地本土电商的竞争；拉美电商业务进展低于预期；跨境电商监管相关的政策风险；全球汇率波动风险；地缘政治风险。

Bohan Huang

852-25321539

Bohan.huang@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	互联网
股价	263 美元
目标价	312.38 美元 (+18.8%)
股票代码	SE
已发行股本	5.24 亿股
总市值	1421.84 亿美元
52 周高/低	285.00 美元/90.63 美元
每股净资产	6.55 美元
主要股东	Forrest Li 25.1% 腾讯 22.9% Blue Dolphin Ventures 8.8%

盈利摘要

截至12月31日止财年	19年历史	20年历史	21年预测	22年预测	23年预测
总营业收入(美元,千)	2,175,378	4,375,664	8,330,459	14,820,950	20,021,532
变动	163.05%	101.14%	90.38%	77.91%	35.09%
GAAP净利润(美元,千)	-1,457,722	-1,624,157	-849,872	1,007,530	3,163,004
每股盈利(美元)	-3.35	-3.39	-1.76	2.15	6.69
变动	51.68%	11.42%	-47.67%	-218.55%	213.94%
基于当前股价美元的市盈率(估)	N/A	N/A	N/A	120.0	38.7
每股派息(美元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
股息现价比	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

目录

公司介绍	3
管理层	4
股权结构	5
主营业务一：游戏	5
泛东南亚游戏市场：移动互联网活跃度较高，客单价差异明显	5
竞争格局	6
游戏核心优势	7
1. 独家代理多款游戏，筑造护城河	7
2. 人才储备充足，不断加强的自主研发能力	8
3. 强大的本土化运营和设计能力，打造国际化游戏平台	9
主营业务二：电商	9
泛东南亚电商市场	9
人口结构年轻化，增速高于中美	10
物流基础设施相对落后，客户满意度较低	11
电商依然处于早期阶段	11
Shopee 和 Lazada 势均力敌，部分市场存在独立玩家	12
电商核心优势	13
1. 因地制宜，独立 APP 凸显本地化优势	13
2. 较独立的管理团队，内部实施扁平化管理	13
3. 基于国情，走高性价比、补贴促销路线	14
4. 通过社交媒体和直播引流，个人卖家进入门槛较低	15
5. 3PL+自建物流+线下自提，配送方式更加灵活应变	15
主营业务三：支付	16
泛东南亚支付市场：存在大量尚未满足的服务需求	16
支付商业模式	17
财务分析	17
收入保持高速增长	17
游戏业务贡献主要利润，其他业务亏损逐渐缩窄	20
估值：目标价 312.38 美元，首次给予买入评级	21
SOTP 法	21
风险	22
主要财务报表	23

公司介绍

SEA 冬海集团是一家位于新加坡的大型综合互联网公司，主要业务覆盖印度尼西亚、越南、泰国、菲律宾、马来西亚、新加坡和中国台湾共七个区域（统称为泛东南亚地区 GSEA）。

公司的成立愿景是为新兴市场的数字消费者提供更优质以及更具有针对性的服务。

Sea 的主营业务包括数字娱乐、电子商务和数字金融服务，旗下有 Garena、Shopee 和 SeaMoney（前身为 AirPay）三大生态体系平台。

数字娱乐

凭借着在电竞平台的先发优势以及与当地网吧的合作，Garena 积累了一批早期用户，并于 2010 年获得腾讯首次入股和《英雄联盟》代理权。此外，Garena 于 2018 年与腾讯达成长期合作，享有腾讯游戏的 5 年优先权。

在游戏发行的基础上，Garena 通过自研游戏实现了第二曲线增长。2017 年底，首款自研游戏《Free Fire》上线，凭借先发优势和强适配性，迅速在东南亚和拉美地区打开市场，充分展现了其本地化能力，近期 Garena 在美国市场安卓端同样表现亮眼。

目前，Garena 的业务范围涵盖了游戏独家代理及自主研发、游戏直播和电子竞技等，是公司发展最为成熟的业务，亦是利润和现金流的主要来源。

截止到 2020 年，游戏业务收入为 20.2 亿美元，同比增长 77.5%，占比 46%。2015-2020 年收入 CAGR 为 48.2%。Non-GAAP 收入为 31.9 亿美元，同比增长 80.3%。季度活跃用户 5.21 亿。付费率稳定在 10%以上，客单价接近 15 美元。

我们认为公司凭借 Garena 与众多开发商建立的深度合作关系以及强大的自主研发和本土化运营能力，公司国际化趋势明显。此外，未来用户数量和付费比例将持续驱动业绩的增长，预计 2021-2025 年游戏业务收入复合增长 15.5%。

电商

借助 Garena 强劲的现金流，公司于 2015 年推出以第三方为主的全品类电商平台 Shopee。此时此刻，成立更早的 Lazada 依靠 B2C 的模式在部分地区拥有显著的份额，同时也存在诸如 Tokopedia 和 Bukalapak 等独立市场玩家。Shopee 结合 GSEA 地区消费群体的特征，凭借本土化的打法，提供高性价比的品类，同时重视社交媒体的导流以及灵活的物流配送模式，从而逐渐成为 GSEA 地区头部电商之一。

目前，Shopee 处于高速增长阶段并初步呈现出规模效应，活跃买家和订单量均体现出高增长态势。考虑到目前泛东南亚地区的渗透率较低，未来依旧是增量市场，Shopee 将会持续受益于电商行业的发展。此外，电商出海也是公司重要的战略之一，目前已在拉美，东欧，中东等地区有所布局。

2020 年，Shopee 的 GMV 达到 353.6 亿元，同比增长 101.2%，其中，3P 业务占比 98%。电商收入为 21.7 亿美元，同比增长 159.8%，占比 50%。总订单量为 2.8 亿，同比增长 132.8%。客单价为 12.5 美元，佣金率约为 5.5%。

我们预计 2021-2025 年电商业务复合增长 47.2%。

数字金融

SeaMoney 是数字金融服务平台，类似于蚂蚁金服，目前仍处于发展初期，短期对业绩贡献有限。SeaMoney 主要用于培养用户消费支付习惯和提升游戏+电商双平台的协同效应。疫情期间，用户使用电子钱包的场景大幅增加，助推公司支付业务发展。除此之外，SeaMoney 已于去年 12 月拿到新加坡数字银行牌照（DFB）。

2020 年，SeaMoney 电子钱包所产生 GTV 达到约 780 亿美元，同比增长 167.5%。收入为 6078.5 万美元，同比增长 559.1%。

我们预计 2021-2025 年支付业务复合增长 51.5%。

Sea 重要事件	时间	事件
	2009年	• Garena Interactive Holding Limited 在开曼群岛注册成立
	2012年	• Garena 将数字娱乐业务拓展至 GSEA 地区
	2014年	• Garena 在越南推出 AirPay, 开展数字金融服务业务
	2014-17年	• 获腾讯多次投资, 最高持股比例曾达到 39.7%
	2015年	• Garena 在 GSEA 地区推出 Shopee, 开展电商业务
	2017年	• Garena Interactive Holding Limited 正式更名为 Sea Limited
	2017年	• Sea 在纽交所上市, 股票代码为 “SE”
	2019年	• Shopee 在巴西上线, 首次开拓拉美市场
	2019年	• Garena 自主研发的 Free Fire 成为全球下载量最多的手机游戏
	2020年	• Shopee 为全球购物类 App 下载量第三, 以及东南亚及台湾市场购物类 App 年度总下载量、MAU、安卓用户使用总时长第一
	2021年	• Shopee 墨西哥站上线, 成为公司第二个拉美电商市场

管理层

创始人兼 CEO

公司创始人 Forrest Xiaodong Li 自 2009 年 5 月成立以来, 一直担任公司的主席及 CEO。他是新加坡经济发展局董事会成员, 并担任香格里拉亚洲有限公司的独立非执行董事。同时, 他也是新加坡国立大学的董事会成员和斯坦福大学商学院的顾问委员会成员。Forrest Li 拥有斯坦福大学商学院的工商管理学硕士学位和上海交通大学的工程学学士学位。

联合创始人兼 COO

Gang Ye 是公司联合创始人, 自 2010 年 3 月起担任公司董事会成员, 并从 2017 年 1 月起担任集团首席运营官。他曾在 Wilmar International 和新加坡经济发展局工作, 并拥有卡内基梅隆大学计算机科学与经济学学位。

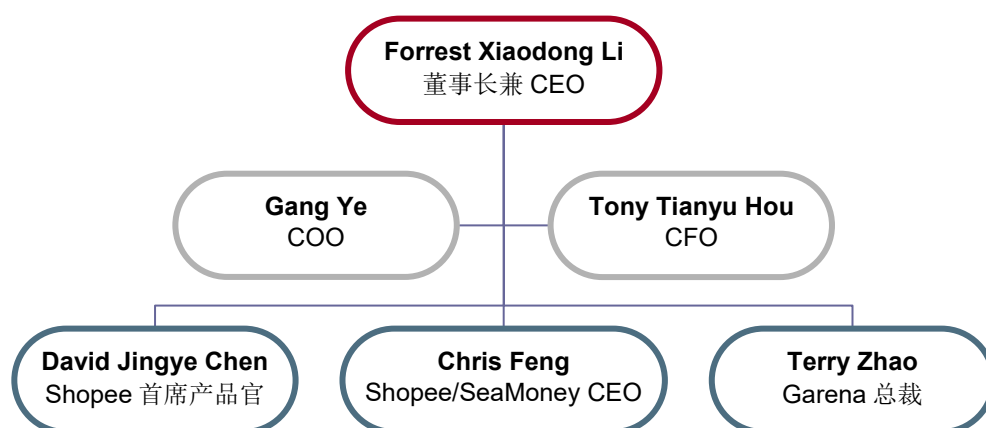
联合创始人兼 Shopee 首席产品官

David Jingye Chen 是联合创始人之一, 并担任 Shopee 首席产品官。自公司成立至 2016 年 12 月, David Chen 一直担任集团首席运营官, 并在 2017 年 1 月至 2019 年 12 月曾任集团参谋长。

CFO

Tony Tianyu Hou 于 2010 年 9 月加入 Sea, 自 2013 年 1 月起一直担任集团 CFO。加入 Sea 之前, Tony Hou 曾任职于安永中国和美国, 并是中国和美国的注册会计师。他拥有芝加哥大学布斯商学院的工商管理学硕士学位和复旦大学的会计学学士学位。

图表 1: 主要管理层组织架构

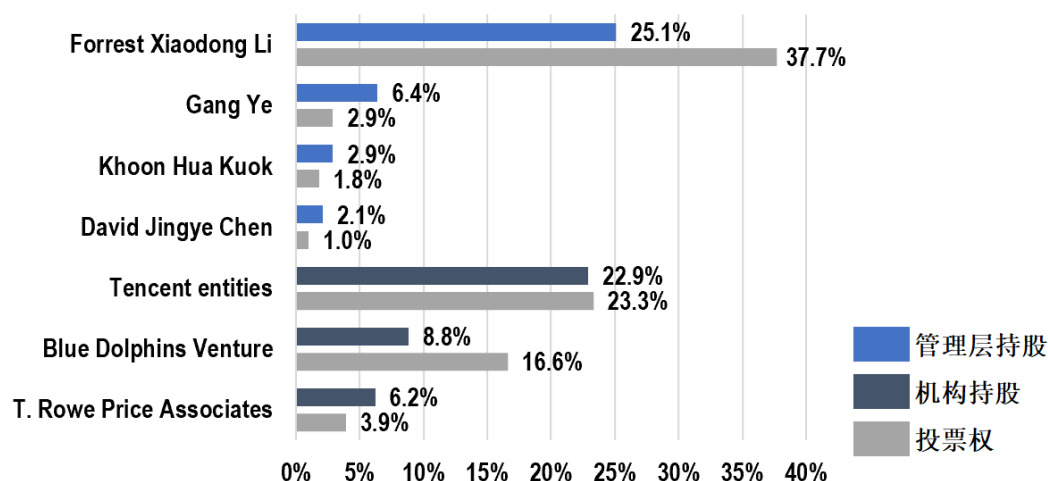


资料来源：公司资料，第一上海整理

股权结构

公司持股 5%以上的机构股东包括腾讯、Blue Dolphins Venture（Forrest Li 持股 100%）和 T. Rowe Price Associates，持股比例分别为 22.9%、8.8%和 6.2%。持股 5%以上的个人股东包括 Forrest Li 和 Gang Ye，其中 Forrest Li 直接和间接持股共 25.1%（对应 37.7%绝对投票权），Gang Ye 持股 6.4%。

图表 2: 主要股权结构及投票权



资料来源：公司资料，第一上海整理

主营业务一：游戏

泛东南亚游戏市场：移动互联网活跃度较高，客单价差异明显

庞大的移动用户基础，各地区客单价差异明显

东南亚市场的互联网经济仍在发展初期，移动互联网活跃度较高，是发展游戏和电商等业务的天然土壤。目前泛东南亚地区的互联网用户规模已超过 4 亿人，互联网渗透率约为 70%，仍落后于东亚及欧美等发达地区。

此外，东南亚整体游戏市场规模较欧美、中国存在一定差距，依然处于扩张阶段，具备高速发展的潜力。根据 Newzoo 测算，2019 年全球游戏收入为 1,521 亿美元，其中 45%（约 685 亿美元）来自智能手机和平板游戏。按国家来看，游戏收入排名第一的是美国，总收入达到 369 亿美元，中国位居第二达到 365 亿美元，而东南亚市场与中美仍有较大差距，游戏收入为 44 亿美元。在东南亚游戏市场中，来自手机游戏的收入高达 30 亿美元，同比增长 17.4%，占整体市场将近 70% 的份额，是全球增速最快的手游市场。Mordor Intelligence 预计 2021 年东南亚地区的移动游戏玩家数量将达到 2.5 亿，营收在 2021-2026 年将保持超过 8.5% 的年复合增长率。

考虑到当地基建较落后，智能机起步较晚，中低端手机为市场主流，因此针对东南亚市场的手机游戏开发门槛较低。同时，东南亚潜在的庞大智能机用户基数为手游发展提供了巨大增长空间。

值得关注的是，东南亚各地区的客单价差异明显，部分地区移动端的付费水平较 PC 端有一定的差距。印尼市场具备人口优势，移动玩家数已达 9,000 万，是东南亚最大的市场，但移动和 PC 端客单价均较低。新加坡地区移动和 PC 端玩家数量均在 200 万，但移动端的客单价高达 50.3 美元，PC 端也达到了 20.2 美元。

图表 3: 2019 年全球游戏市场收入



资料来源: Newzoo

资料来源: Newzoo

电竞和游戏直播处于发展初期

受益于东南亚游戏市场的发展，电竞和游戏直播市场的关注度与需求在近几年不断提升。Newzoo 数据显示，2019 年东南亚地区的电竞观众数量已有将近 3,000 万，同比增长 22%，其中，有 95% 的 PC 端用户玩过电竞游戏或参加过电竞比赛（Niko Partners）。

此外，在疫情下，线上社交加速了电竞和游戏直播市场的发展。仅在 2020 年上半年，东南亚地区观看游戏直播的用户比例高达 59%。在内容的选择上，东南亚用户同样显现出对移动游戏的偏好。该地区观看次数最多的为移动游戏 PUBG Mobile，占总观众数量的 40%（PUBG PC 和主机版本的观看次数占比为 14%），观看次数排名第二的为 Mobile Legends: Bang Bang，占比为 33%。

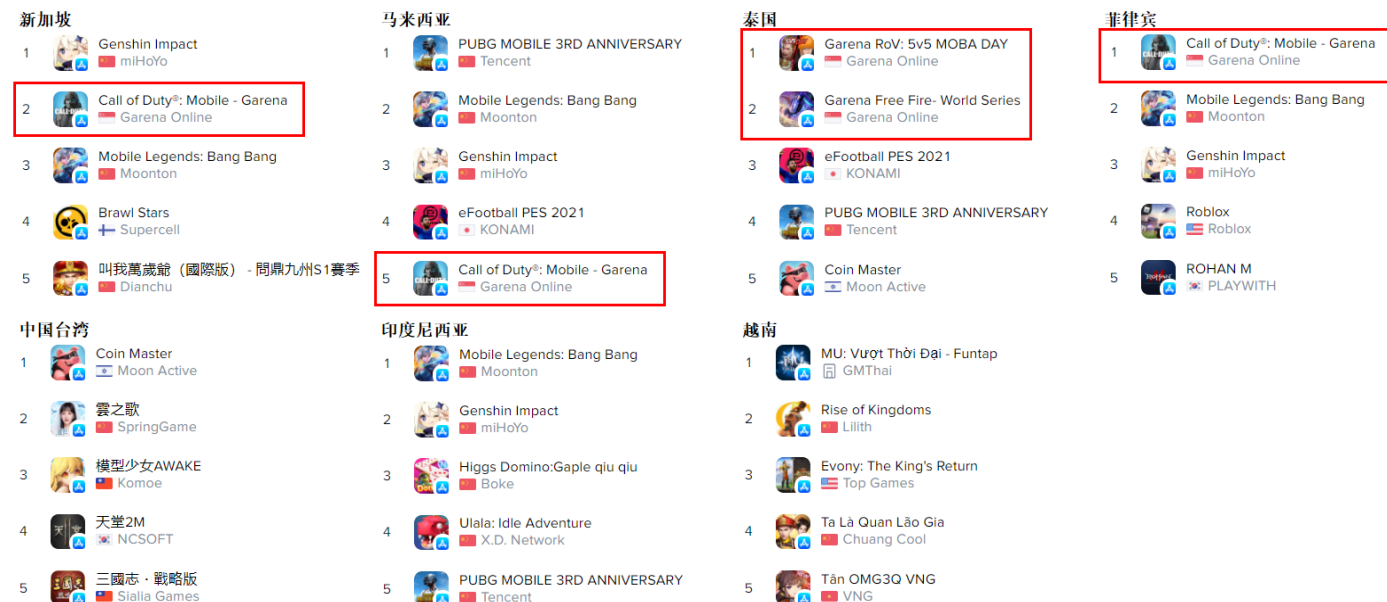
竞争格局

考虑到东南亚各细分市场的差异性，发行和开发商在游戏设计和推广方面需要契合当地的宗教、文化，故本土公司较海外厂商具备先天优势，这也从一定程度上决定了当地游戏市场的竞争格局。

随着东南亚互联网经济的增长，越来越多的玩家进入了东南亚市场，其中，Garena

是东南亚市场下载量排名第一的游戏发行商（App Annie）。Garena 背靠腾讯，拥有多方独家代理资源，结合自身较强的研发能力，在东南亚处于领先地位。此外，中日韩三国的游戏公司也在当地市场表现较为亮眼。

图表 5: 泛东南亚地区 iOS 游戏畅销榜（2021 年 4 月 30 日）



资料来源: App Annie

游戏核心优势

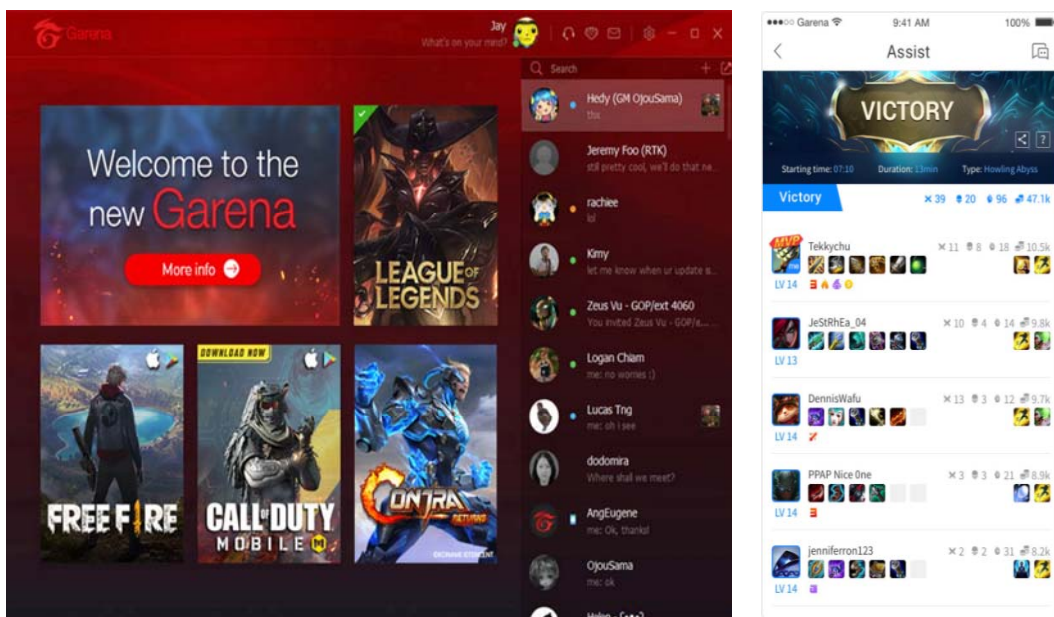
1. 独家代理多款游戏，筑造护城河

Garena 是东南亚地区最大的游戏运营商，提供一站式运营服务，并与众多开发商建立深度合作关系，在游戏生态方面构建护城河。截至 2020 年底，Garena 的季度活跃用户数为 6.1 亿，其中付费用户达到 7,310 万，付费率为 12%。

目前，Garena 与腾讯，Electronic Arts，Riot Games 等头部厂商建立合作，签订代理 3-7 年不等的合作协议，并保留总流水 65-80% 左右。Garena 独家代理《League of Legends》、《Arena of Valor》、《Call of Duty: Mobile》、《FIFA Online》等多款热门游戏，是东南亚市场下载量排名第一的游戏发行商（App Annie）。

值得关注的是，腾讯作为战略股东，持有母公司 Sea 约 23% 的股份，向 Garena 输送优质内容。自 2018 年起，Garena 拥有为期 5 年的优先发行权，在印尼、泰国、菲律宾、马来西亚、新加坡和中国台湾地区优先发布腾讯的移动和 PC 游戏。未来 Garena 独代游戏将依托腾讯丰富的游戏储备，进一步巩固其领先地位。

图表 6: Garena PC 端/移动端界面



资料来源: Garena

2. 人才储备充足，不断加强的自主研发能力

Garena 的游戏研发团队主要位于上海，人才储备充足，在规模和研发能力上比肩其他竞争对手。首款自研游戏《Free Fire》凭借先发优势和强适配性，迅速在东南亚和拉美打开市场，近期在美国市场安卓端同样表现亮眼。

2017年12月，公司发布第一款自研游戏《Free Fire》，作为最早一批的手游“吃鸡”游戏，获得了极大的成功。《Free Fire》上线后，仅2018年一季度活跃用户数环比增加44%至1.3亿。2017-2020年，Garena的游戏用户规模实现了近100%的复合增长，快速提升了游戏收入。

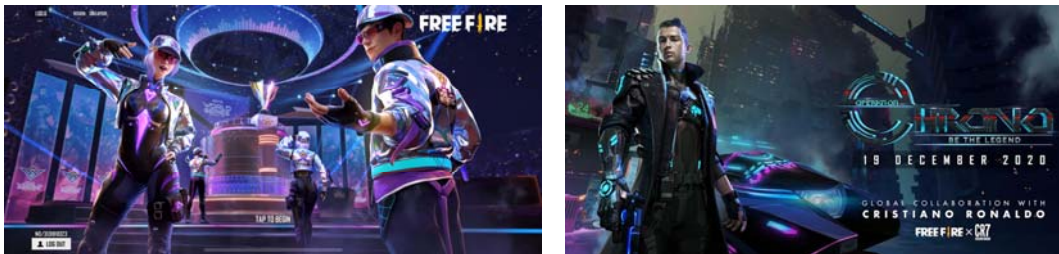
《Free Fire》的定位类似低配版的“吃鸡”游戏，考虑到东南亚市场中低端的智能手机占比较大，手机配置落后于成熟市场，因此Free Fire在设计上比吃鸡的界面更为简化，同时对适配硬件要求更低，便于游戏在中低配设备上的流畅运行。同时，游戏内商品的定价显著低于传统吃鸡游戏。根据公司资料显示，《Free Fire》自2017年12月上线以来，在东南亚和拉美市场迅速打开了市场，不仅快速增加了季度活跃用户（QAU），也将更多免费用户转化为了付费用户，提高了整体付费比例。

根据App Annie公布，2021年行动游戏市场报告数据显示，继2019年拿下全球下载量冠军后，《Free Fire》于2020年再度蝉联全球下载量最高的手机游戏，并在YouTube和The Esports Awards上持续缔造亮眼的业绩。据SensorTower测算，2021年第一季度全球畅销战术竞技手游排名中，《Free Fire》位列第二，总收入2.55亿美元，同比增长81%。值得关注的是，《Free Fire》在美国市场位列畅销战术竞技手游榜首，总收入同比增长450%至1亿美元，占《Free Fire》全球收入的40%。其中，63%的收入来自安卓设备，而《PUBG Mobile》为42%（SensorTower）。

专注于《Free Fire》推广和运营的同时，Garena 依然在不断寻找机会，加强自身团队的研究能力，2020年1月，Garena完成对加拿大独立游戏工作室Phoenix Labs的收购，工作室的代表作为多人合作ARPG游戏《Dauntless》，2019年上线

三个月便成功获取 1,400 万用户，目前拥有 PC 版和主机版。本次收购将加强 Garena 的自身研发能力，双方将进行合作，预计将在亚太和拉美地区推出《Dauntless》的手游版本。

图表 7: Free Fire 界面



资料来源: Garena

3. 强大的本土化运营和设计能力，打造国际化游戏平台

Garena 管理团队将本土化充分应用到了内容设计和运营服务上。在开发阶段，团队依据本地市场用户数据，运用算法对用户习惯和喜好进行分析，结合当下游戏流行趋势，设计出满足当地需求的游戏内容。

此外，Garena 与游戏开发商共同参与游戏内容的本土化，将游戏翻译成当地语言，适当植入当地风俗节日等元素，来提高游戏对本地用户的吸引力，并确保游戏符合当地游戏法律及政策。在游戏的生命周期中，Garena 不断与开发商进行修改与完善。例如，在与腾讯合作为《Arena of Valor》推出泰国本地英雄，与 EA 合作推出 FIFA Online 中的本地足球明星等等。

在运营服务方面，除了提供 Garena 移动端 App 和桌面应用程序，Garena 地推团队与当地的网吧进行了深度合作，拓展分销渠道。

由于东南亚市场以移动端为主，PC 和游戏主机普及率尚处于低位，因此网吧仍是 PC 端游戏的重要渠道之一。Garena 团队与网吧建立合作关系，对网吧的 PC 桌面进行定制化，方便用户访问 Garena 的桌面应用程序。

在深耕东南亚市场的同时，Garena 同时注重平台的国际化与不断出海。在进入拉丁美洲市场之前，率先建立当地团队，对市场消费习惯与喜好充分了解，再推出相应的本土化游戏内容。2019 年，来自拉美市场的收入占比已提升至 13%。公司始终保持长远的目光，运用大量用户数据实现规模效应，不断拓展增量市场。由于《Free Fire》尚处于游戏生命周期的早期，公司目前将目光主要集中在游戏运营和生态全面化，融合社交功能提高粘性并加入电竞赛事以及直播功能，打造一个全面的游戏生态。

主营业务二：电商

泛东南亚电商市场

泛东南亚地区以发展中经济体为主，人口结构偏年轻化，地理位置分散，各市场经济和文化差异较大，不同程度上影响了其互联网和电商市场的发展格局。Sea 主要覆盖印度尼西亚、越南、泰国、菲律宾、马来西亚、新加坡和中国台湾共七个区域。根据 Google, Temasek, Bain & Company 测算，东南亚六国的互联网经济和电商市场在 2015-2020 年分别实现了 27%和 65%的复合增长，并预计 2020-2025 年仍将保持每年高于 20%的增速。

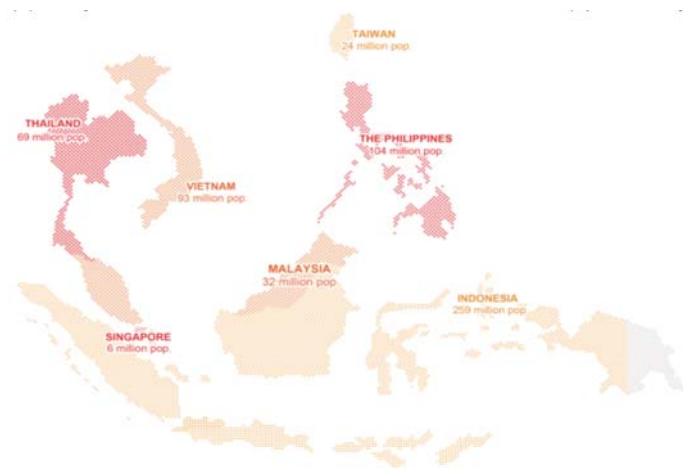
人口结构年轻化，增速高于中美

泛东南亚地区人口增速较快，结构偏年轻化

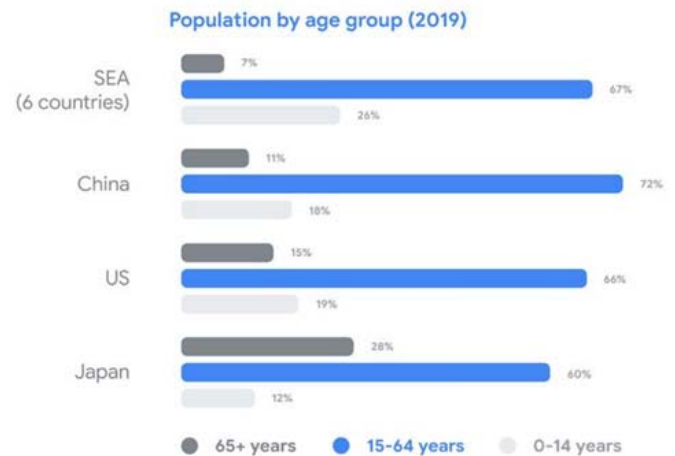
根据 IMF 测算，该地区总人口在 2020 年已达到 6.08 亿。整个地区的人口将在 2020-2025 年保持 0.9% 的复合增长，增速显著高于中国和美国等国家，2025 年人口总数将达到约 6.4 亿。

此外，泛东南亚地区的人口结构较为年轻，30 岁以下人口占比为 47.8% (Frost & Sullivan)，0-14 岁的人口占比为 26%，65 岁以上的人口占比显著低于中国、美国和日本等国家 (Google, Temasek, Bain)。

图表 8: 泛东南亚地区人口



图表 9: 泛东南亚地区人口结构



资料来源：公司招股书

资料来源：Google, Temasek, Bain

以发展中国家为主，中产阶级提升消费水平

泛东南亚地区目前仍以发展中经济体为主，整体经济保持高速增长，但目前居民可支配收入较低，消费水平落后于发达国家和地区。根据 IMF 测算，泛东南亚地区的名义 GDP 在 2010-2020 年实现了 4.2% 的复合增长，在 2020 年达到了 3.6 万亿美元。其中，中国台湾和新加坡为代表的经济发达地区，消费者购买力较强，而印度尼西亚，菲律宾等欠发达地区则发展潜力巨大。

随着人均可支配收入的增长，泛东南亚地区的中产阶级人口将不断扩大，整体的消费水平将进一步提升。根据 IMF 测算，2020-2025 年泛东南亚地区的名义 GDP 将实现 7.6% 的复合增长。

图表 10: 泛东南亚地区 GDP 及增速

	GDP (十亿美元)			CAGR	
	2010	2020	2025E	2010-2020	2020-2025E
印度尼西亚	755	1,060	1,562	3.4%	8.1%
马来西亚	259	338	525	2.7%	9.2%
菲律宾	208	362	547	5.7%	8.6%
新加坡	240	340	449	3.6%	5.7%
中国台湾	444	669	929	4.2%	6.8%
泰国	341	502	670	3.9%	5.9%
越南	143	341	517	9.1%	8.7%
合计	2,391	3,611	5,199	4.2%	7.6%

资料来源：IMF，第一上海整理

物流基础设施相对落后，客户满意度较低

独特的地理增加配送难度，物流网络发展有待提升

泛东南亚地区以岛国为主，地理位置极度分散、地势差异大、海关政策等因素导致配送难度和成本的增加，因而限制了物流网络的发展。此外，该地区的物流服务满意度较低，平均配送时间为 3.8 日，马来西亚和越南的配送时间均在 5 日以上。顾客对物流的不满因素主要为货品配送时间延迟或配送时间过长。

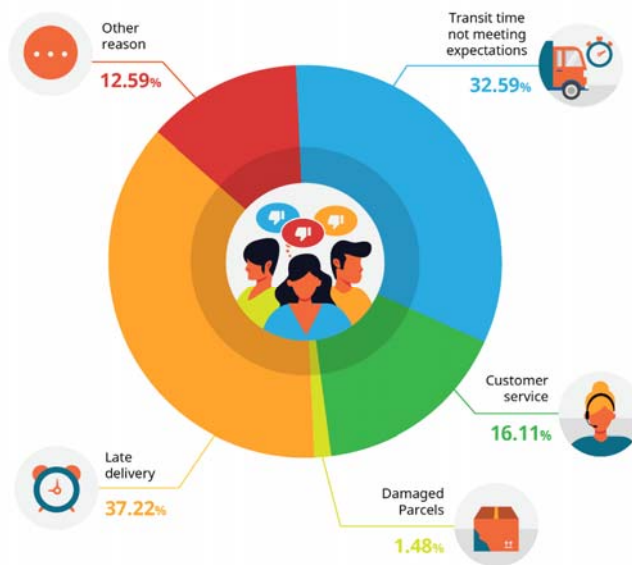
因此，保障物流将极大程度上提升客户的购物体验。第三方物流虽成本可控但配送效率较低，而自建物流体系和仓储需要巨大的资本支出和规模，影响盈利水平，可谓挑战与机遇并存。

图表 11: 东南亚地区平均物流配送时间



资料来源: Parcel Perform, iPrice Group

图表 12: 东南亚地区物流配送服务痛点



资料来源: Parcel Perform, iPrice Group

电商依然处于早期阶段

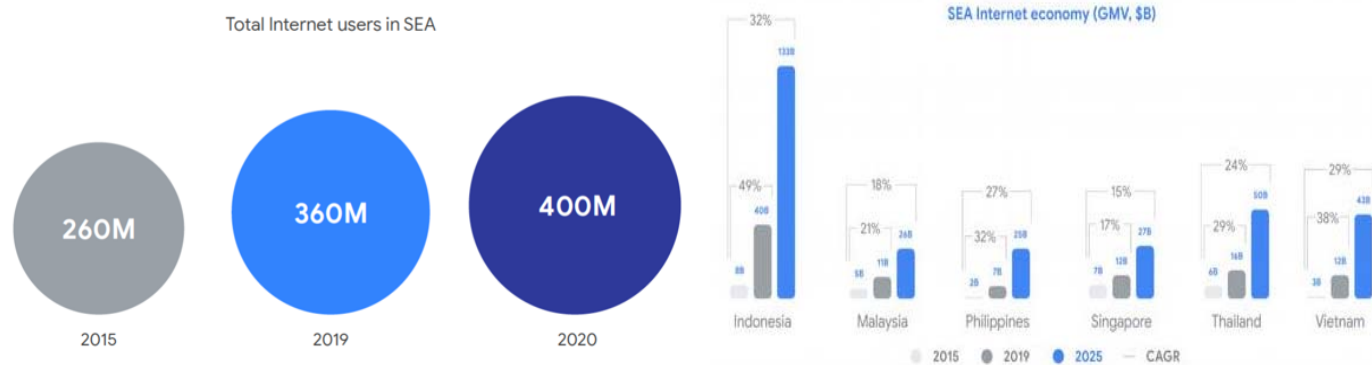
互联网经济仍在发展初期，移动互联网活跃度较高

过去 5 年，泛东南亚地区互联网用户保持较快的增速，但渗透率显著低于中国、美国、日本和韩国等国家。据 Google, Temasek, Bain 统计，在东南亚六国，互联网人口已从 2015 年的 2.6 亿增长至 2020 年的 4 亿，仅在 2020 年疫情期间就获得了 4,000 万的新用户，互联网渗透率达到整体地区人口的 70%。据 Statista 统计，2020 年中国的互联网渗透率约为 70%，与东南亚整体持平，美国的互联网渗透率则达到了 86%。

此外，超过 90% 的互联网用户选择使用智能手机上网，每天的平均使用时长达到 4 小时，为互联网经济的发展奠定了坚实的基础。

图表 13: 东南亚地区互联网人口

图表 14: 东南亚各地区互联网人口



资料来源: Google, Temasek, Bain

资料来源: Google, Temasek, Bain

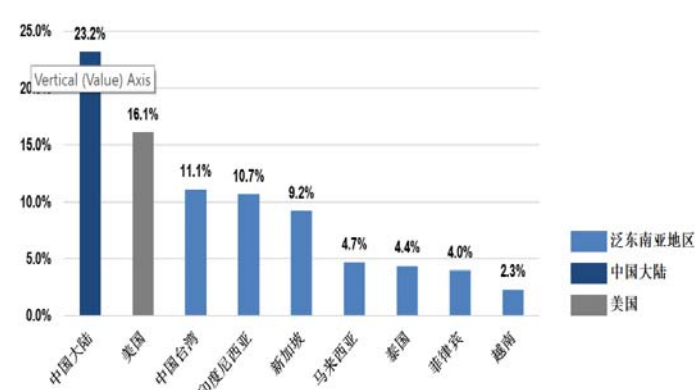
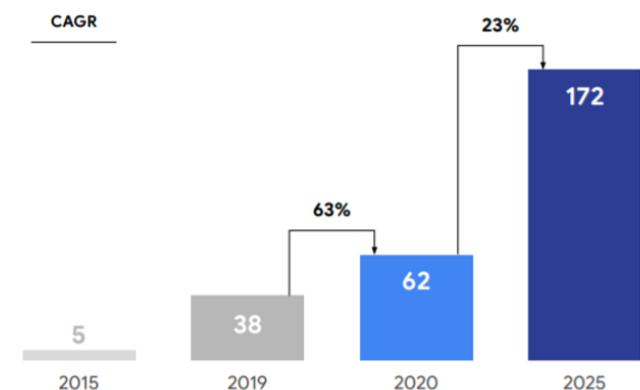
2020 年电商市场实现高速增长, 但依然处于较早期的阶段

东南亚地区的互联网经济主要包括电商、出行及饮食消费、旅游和媒体等业务。在 2020 年疫情的刺激下, 电商超越了旅游成为该地区互联网经济的主要业务。

2020 年东南亚地区电商市场 GMV 达到 620 亿美元, 同比增长 63%, 预计 2020-2025 年间将保持 23% 的年复合增长率。截至 2019 年, GSEA 各市场的电商渗透率在 2.3%-11.1% 之间, 中国台湾的电商渗透率最高为 11.1%, 其次是印度尼西亚和新加坡, 而中国大陆和美国的渗透率分别是 23.2% 和 16.1%。因此, GSEA 地区的电商市场依然处于较早期的阶段, 具备较大的增长空间。

图表 15: 东南亚地区电商 GMV (十亿美元)

图表 16: 2019 年各地区电商渗透率



资料来源: Google, Temasek, Bain

资料来源: Euromonitor, Statista, 第一上海整理

Shopee 和 Lazada 势均力敌, 部分市场存在独立玩家

Shopee 和 Lazada 势均力敌, 部分市场存在独立玩家

Lazada 成立于 2012 年, Shopee 则相对较晚, 于 2015 年上线。2018 年以前, Lazada 为该地区最大的电商平台, Shopee 上线后根据对东南亚各市场的精准定位和更本土化的打法, 目前已实现对 Lazada 的反超。同时, 两者在主要商品品类上存在一定区别, Lazada 的主力商品是 3C 类产品, 而 Shopee 最初以箱包服饰类商品为主。

据 Frost & Sullivan 统计, 2019 年 Shopee 在泛东南亚电商市场 GMV 与订单量排名第一, 成为东南亚最大的电商平台。根据 App Annie, 2020 年 Shopee 为全球购物

类 App 下载量第三，东南亚及台湾市场购物类 App 年度总下载量、MAU 和安卓用户使用总时长第一。

由于泛东南亚各市场地理位置分散，经济发展和文化差异较大，部分市场存在单一地区的头部电商平台，如印度尼西亚的 Tokopedia 和 Bukalapak、新加坡市场的 Qoo10 等。

我们认为电商是一个规模效应显著的行业，而 Shopee 和 Lazada 的凭借流量和成本优势已筑起强大的护城河，故独立玩家的影响有限。考虑到目前泛东南亚地区的渗透率较低，未来依旧是增量市场，远未达到存量竞争的格局。因此，Shopee 和 Lazada 将会持续受益于市场的成长。

图表 17: 2020 年东南亚地区电商访问量排行榜



资料来源：iPrice Group, SimilarWeb

电商核心优势

1. 因地制宜，独立 APP 凸显本地化优势

本土化一直是跨地域的电商平台的阿基琉斯之踵。早年的淘宝更是依靠本土化经营打败了不可一世的亚马逊。由于东南亚地区覆盖面积较广、各市场的基础设施、消费习惯和文化差异较大，Shopee 自 2015 年上线以来，针对各个市场推出的独立的 App，更加贴合当地用户的消费喜好、习惯以及文化等。

相较之下，其主要竞争对手 Lazada 的模式则是一个集中式的 App，通过切换国家及地区到不同的市场界面，因此在针对不同市场的便捷性和灵活度上较 Shopee 稍有不及。

此外，考虑到泛东南亚地区的互联网用户习惯使用智能手机上网，Shopee 上线即以手机端的 App 版本为主，而 PC 端网页版在 2016 年才上线。

2. 较独立的管理团队，内部实施扁平化管理

公司总部位于新加坡，尽管获得了腾讯的多次投资，但 Shopee 拥有较独立的管理团队，这也与腾讯“战略投资”、“联邦”、“放权”的管理风格相吻合。因此在公司运营及决策层面更为独立，灵活。

反观 Lazada 在被阿里收购后，从运营团队到运营风格上均带有阿里系的色彩。相较于腾讯，阿里则更像“帝国”，收购公司后则更倾向于集权制管理。2014 年，阿

里巴巴以 10 亿美元拿下 Lazada 51%的股权，2017 年将持股比例增加至 83%。随即 2018 年阿里“十八罗汉”之一的彭蕾接任 CEO，对 Lazada 的组织架构和价值观进行改造，中高层面临重新洗牌；但阿里并未有足够的国际化人才填补空缺，导致 Lazada 管理团队在种种策略方面“生搬硬套”。

Shopee 在资金背景上相较竞争对手更加独立。作为 Sea 的第二项业务，集团将 Garena 游戏业务所产生的现金流注入，支持电商的低价策略以及快速扩张，并不依赖外部融资。对比之下，印尼电商平台 Tokopedia 和打车等本地生活平台 Gojek 在 2021 年 3 月宣布即将合并成为 GoTo 集团，而 Lazada 需要阿里巴巴的持续资金投入，在决策效率和投入力度上不可避免会有所折扣。

在内部运营方面，Sea 和拼多多类似，采取高度扁平化管理，按职能划分组织架构。产品负责人直接向 Shopee CEO Chris Feng 汇报，保障了极高的内部沟通效率，同时也意味着管理人对中央的绝对服从。

Shopee 的模式本质上是对效率的极致追求，扁平化的管理以及对中央的绝对服从保障了公司的战略规划得以高效的执行。

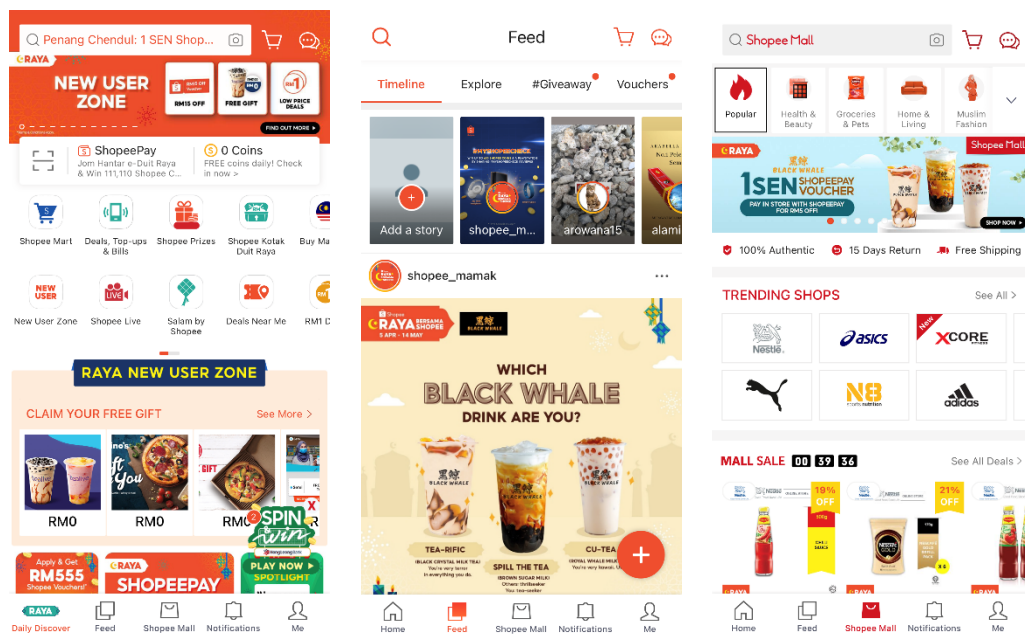
3. 基于国情，走高性价比、补贴促销路线

在发达国家和国内高线城市，基于消费者强大的购买能力，国内的天猫和京东，海外的亚马逊的模式取得了成功。但东南亚地区主要由发展中国家组成，人均可支配收入较低，用户群体对于价格较为敏感，因此突出性价比的定位更接地气。

Shopee 的平台定位着重于突出产品的性价比，通过“秒杀”、“限时闪购”的促销以及优惠券补贴等形式吸引主流消费群体，类似于国内的拼多多。用户通常货比三家，择价格最优者下单，而同款商品在 Shopee 的定价普遍低于 Lazada。除了补贴促销，Shopee 向用户提供了最低价格保证（Low Price Guaranteed, LPG），即如果其他平台上的同样商品价格更低，便以 Shopee 硬币（平台代金券）的形式将商品价差的 1.2 倍返还给用户。叠加在运费补贴和广告上激进的打法，Shopee 不断培养用户消费习惯，强化主打性价比的平台定位。

而 Lazada 走的是品牌商品的 LazMall 商城路线，定位更加贴近国内的天猫。此外，较高的客单价，引入阿里的技术以及先发优势所带来的流量和市场使得 Lazada 在广宣上并未采取激进策略。

图表 18: Shopee App 首页、消息及商城



资料来源: Shopee Singapore

4. 通过社交媒体和直播引流，个人卖家进入门槛较低

在泛东南亚地区，得益于移动互联网的普及，消费者习惯通过社交媒体达成商品交易，Shopee 重视社交媒体的广告投放和官媒账号管理，通过分发免费配送券的方式实现引流。

此外，Shopee 在平台上嵌入了社区、直播和小游戏等功能来提高用户互动与粘性。在 2021 年 4.4 大促中，Shopee Prizes 日均游戏次数达到了 8,000 万，而大促期间 Shopee Live 直播的日均观看时长达到了 3200 万分钟。

Shopee 目前仍以 C2C 业务为主，进入门槛普遍低于更加注重品牌化的平台 Lazada。例如，Shopee 相较 Lazada 在商家的注册手续流程上更为简洁，方便卖家快速开通平台卖货。在商家注册环节，Shopee 同样采取手机端优先的模式，省去 PC 端的注册程序，更便于个人卖家使用。

Shopee 向卖家提供多种运费补贴，减少物流中卖家需要承担的开支，并降低商家的整体运营成本。

5. 3PL+自建物流+线下自提，配送方式更加灵活应变

在电商行业，自建物流体系可有效提升配送效率和服务质量，但前期投入较大，规模效应需要较长的时间。对于新兴市场的电商平台，尽管通过自建物流可以提升服务质量，但物流并非平台电商当下首要解决的痛点。

Shopee 以第三方物流（3PL）配送为主，在成本可控的情况下，快速拓展市场。2018 年，Shopee 也自建了物流体系 Shopee Logistics Services (SLS)，在中国布局供应链和中转仓，以便国内的商品出海，但目前依然以第三方物流配送为主。

目前，Shopee 采取自建物流+3PL+线下自提多种模式。除了 SLS 和 3PL，Shopee 在多个市场同时支持线下自提，用户可以根据需求选择在合作的便利店取货，而仅有小部分竞争对手支持线下自提模式。

Lazada 同样采取自建物流+3PL 的模式，但与 Shopee 相比，更加注重自建物流体系 Lazada Express 的建设，并且暂时不提供线下自提选择。

主营业务三：支付

泛东南亚支付市场：存在大量尚未满足的服务需求

泛东南亚地区以现金支付为主，移动支付和电子钱包潜力巨大

在泛东南亚地区，大部分交易仍以现金形式完成，不同于中国支付宝与微信支付的双寡头格局，泛东南亚的移动支付和电子钱包市场存在大量空白和尚未满足的服务需求。

2016 年，泛东南亚地区的银行账户渗透率为 48.7%，信用卡和储蓄卡渗透率仅为 18.6%/44.3%。2019 年，印度尼西亚、越南和菲律宾人口的银行账户渗透率为 35-40%（IDC），显著低于该地区其他国家和地区。在泛东南亚地区的六国中（不包括新加坡），现金支付仍占据所有交易的大部分，非现金支付占比最大的为马来西亚（58%），而在人口基数最大的印度尼西亚和菲律宾仅占据 32%和 10%的交易量，远低于中国的 66%和美国的 70%。

借助智能手机的快速普及，SeaMoney 的数字金融服务平台锚定了传统银行业务服务不足的人群，通过“逆向 ATM”，率先切入移动支付和电子钱包市场。现金客户无需绑定银行卡，可直接在 AirPay 线下柜台存储现金即可在 AirPay App 上建立电子钱包。

疫情期间，卫生及便捷度的考量进一步催化了消费习惯的改变。根据 Google, Temasek, Bain 测算，2020 年现金支付的 GTV 占比相较 2019 年略降至 59%，而移动支付占比由 2019 年的 1%提升至 3%。预计 2025 年东南亚地区移动支付业务的 GTV 将达到 1.2 万亿美元，电子钱包业务的 GTV 将达到 1,140 亿美元。

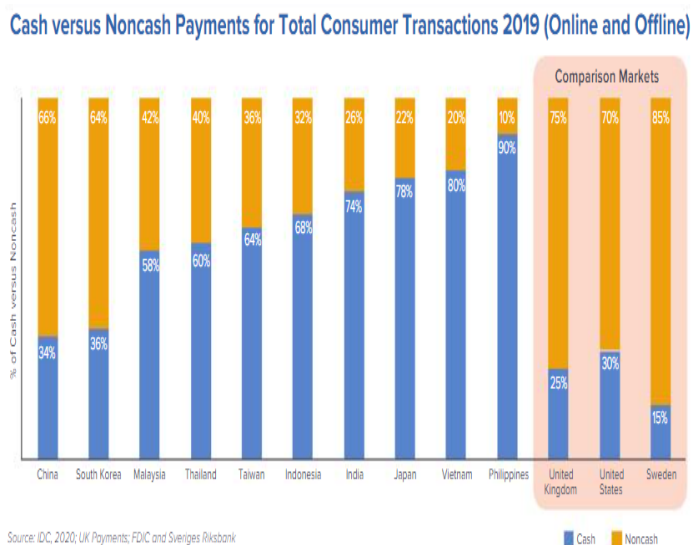
2020 年，使用过 SeaMoney 电子钱包的用户达到 2,320 万人，共产生 29 亿美元的交易额。

图表 19: 2019 年各地区银行账户渗透率



资料来源：IDC

图表 20: 2019 年各地区现金与非现金交易占比



资料来源：IDC

支付商业模式

嵌入游戏和电商生态，形成产业闭环

SeaMoney 将旗下的 AirPay 和 ShopeePay 嵌入游戏和电商的应用场景中，与两大核心业务产生协同效应，在引流的同时大幅降低渠道成本。

丰富第三方渠道和银行贷款业务，打造高频次场景

随着泛东南亚地区游戏市场和电商市场的迅速崛起，SeaMoney 借助 Garena 和 Shopee 快速增长的用户和付费金额快速打开市场。得益于 Garena 网吧的推进能力，AirPay 将现金储蓄柜台布局在合作的网吧中。除此之外，ShopeePay 作为内置电子钱包，模拟淘宝与支付宝的绑定模式，向商家收取佣金。2020 年，Shopee 平台上约 30% 的订单使用了 Sea 的电子钱包作为支付方式。

目前，SeaMoney 同时接受银行卡绑定和现金充值两种模式，适用于大部分人群。

除了依托自身平台，SeaMoney 也在积极拓展第三方以及银行等业务，探索更高频次的使用场景。目前，AirPay 第三方商家包括电信公司、游戏运营商及应用商店、电影院、演唱会等活动场地、公共事业供应商、外卖平台、信用卡、银行、保险以及汽车租赁公司。

目前，SeaMoney 已在印度尼西亚、越南、泰国、菲律宾和马来西亚获得数字货币服务许可，并在印度尼西亚、泰国、菲律宾和马来西亚获得了贷款业务许可，向部分市场提供小额贷款业务 SPayLater。2020 年 12 月，SeaMoney 旗下全资子公司获得了新加坡的数字银行牌照（DFB）。2021 年 1 月，Sea 收购了印尼 BKE 银行，将进一步拓展在印尼的数字金融业务。预计未来公司将在银行和数字金融等领域持续布局。

收费模式

SeaMoney 目前主要收入来自于 AirPay 等平台结算所产生的佣金收入，以及小额贷款业务的利息收入。佣金包含按照交易价值抽取的手续费以及每笔交易收取的固定费用两种形式，佣金率约为每笔交易的 1-3% 之间。对比国内外几大厂商，AirPay 所收取的佣金率高于支付宝与微信支付，支付宝与微信的佣金率均未超过 1%；但与美国的 PayPal 和 Square 有一定差距，两者的佣金率基本为 3% 及以上，其中 PayPal 在美国境外的佣金率超过 4%。

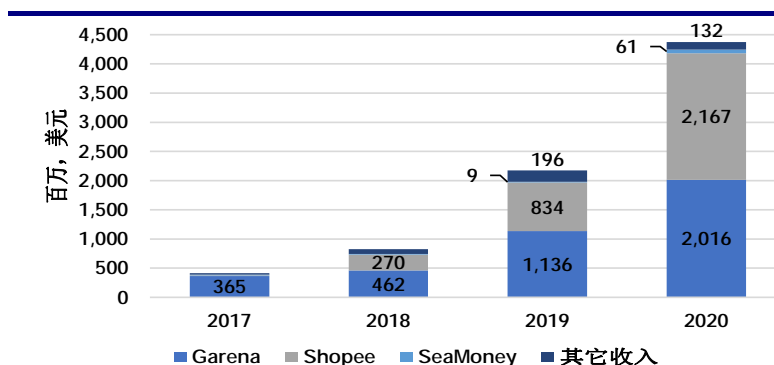
财务分析

收入保持高速增长

2015-2020 总营业收入 CAGR 为 71.0%

2020 年，公司总营业收入为 43.8 亿美元，同比增长 101.1%。2015-2020 年，收入 CAGR 为 71.0%。

图表 21: Sea 营业收入（百万美元）



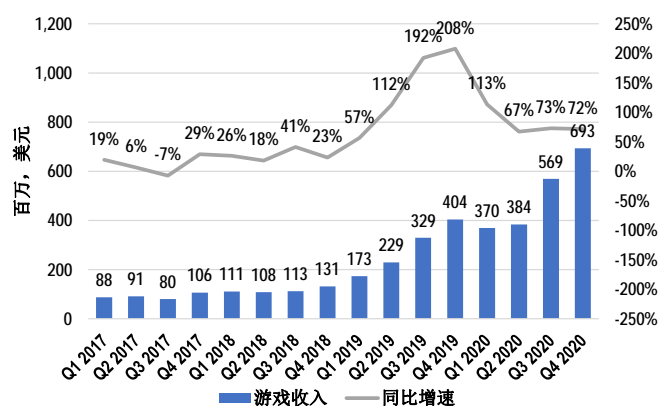
资料来源：公司资料，第一上海整理

游戏

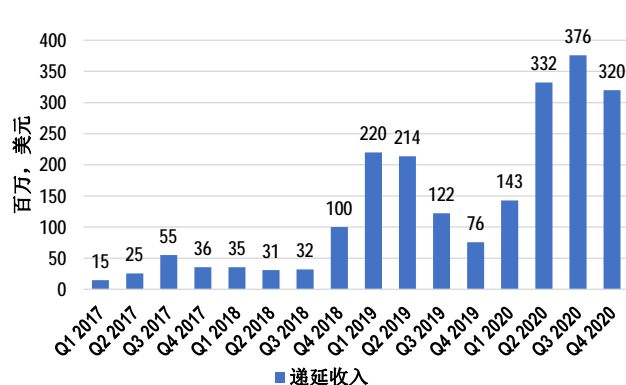
公司的三大业务中，游戏业务发展最早且最为成熟，季度活跃用户持续高增长。公司已将游戏业务扩展至拉丁美洲，国际化趋势明显。2020年，游戏业务收入为20.2亿美元，同比增长77.5%，2015-2020年收入CAGR为48.2%。此外，考虑到游戏的付费机制，公司递延收入11.7亿美元，故Non-GAAP收入为31.9亿美元，同比增长80.3%。

2018-2020年，游戏收入的主要增长点是首款自研游戏《Free Fire》在泛东南亚市场和拉美市场大受欢迎，游戏用户群体快速增长。随着用户黏性逐渐增加，付费比例持续提升。2020年，平台QAU为5.2亿，同比增长65.7%。QPU约为5,500万，同比增长102.8%。付费率从去年的8.6%提升至10.6%。

图表 22: 季度游戏收入 (百万美元)



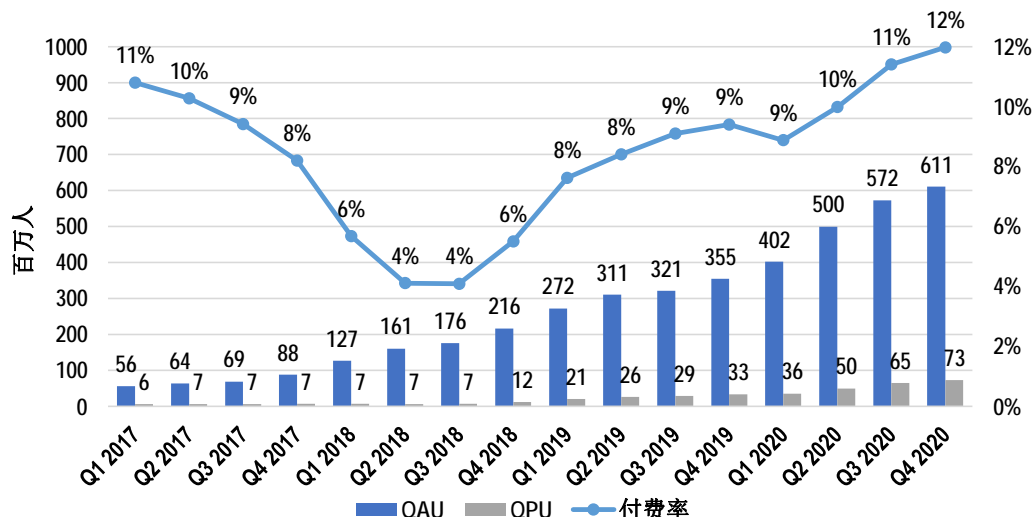
图表 23: 季度递延收入 (百万美元)



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 24: 季度活跃用户数、付费用户数及付费率



资料来源：公司资料，第一上海整理

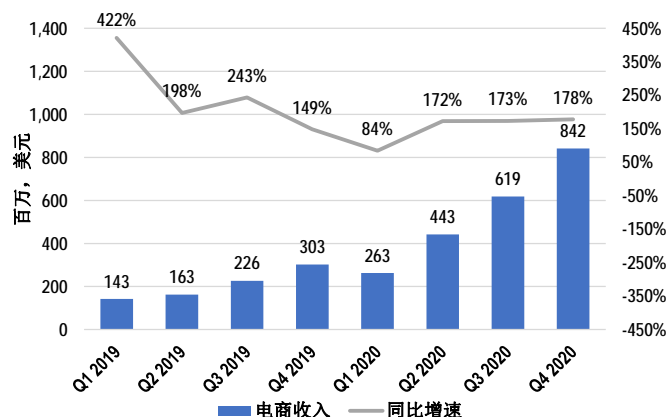
电商

电商业务处于高速增长阶段并初步呈现出规模效应，活跃买家和订单量均体现出不错的增长势头。

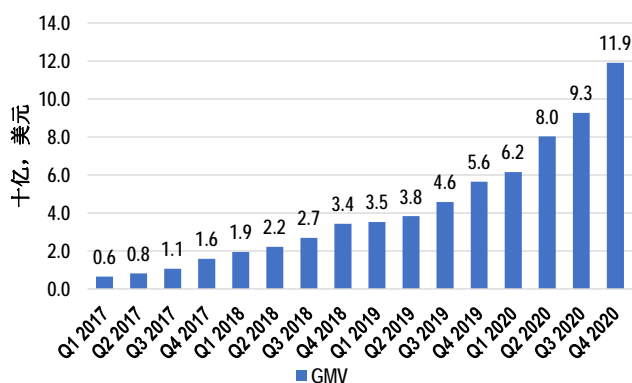
2020年的疫情加速电商渗透，Shopee的GMV达到353.6亿元，同比增长101.2%，

其中，3P 业务占比 98%，1P 自营业务占 2%。电商收入为 21.7 亿美元，同比增长 159.8%，其中将近八成的收入来自于 3P 业务。平台总订单量为 2.8 亿，同比增长 132.8%，客单价为 12.5 美元，同比下降 13.6%。客单价下滑的主要原因是疫情带来的消费习惯改变使得用户更倾向于购买单价更低的日用品和生鲜，但消费频次也相应增长。同时，公司通过补贴的形式不断拓展业务和增加平台竞争力。3P 业务的佣金率约为 5.5%，保持稳定增长。

图表 25: 季度电商收入 (百万美元)



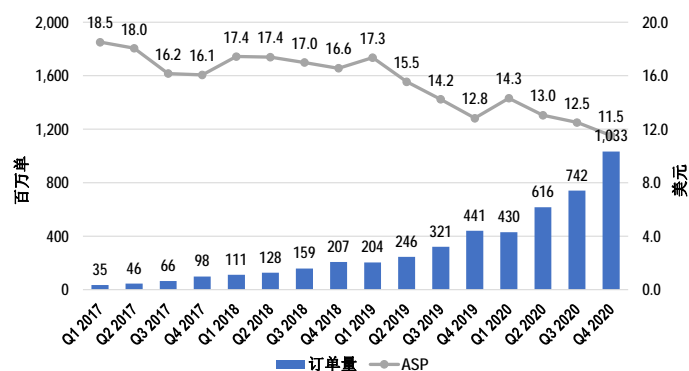
图表 26: 季度电商 GMV (十亿美元)



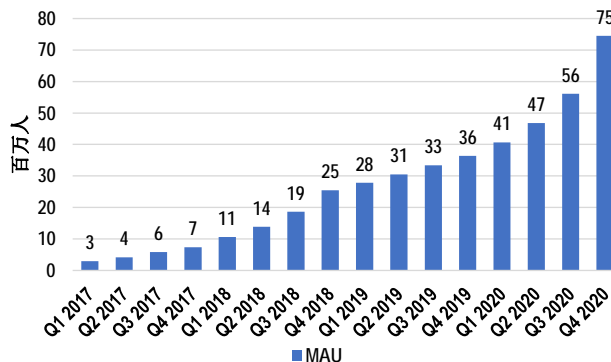
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 27: 季度订单量及客单价



图表 28: 月度活跃用户数 (百万人)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

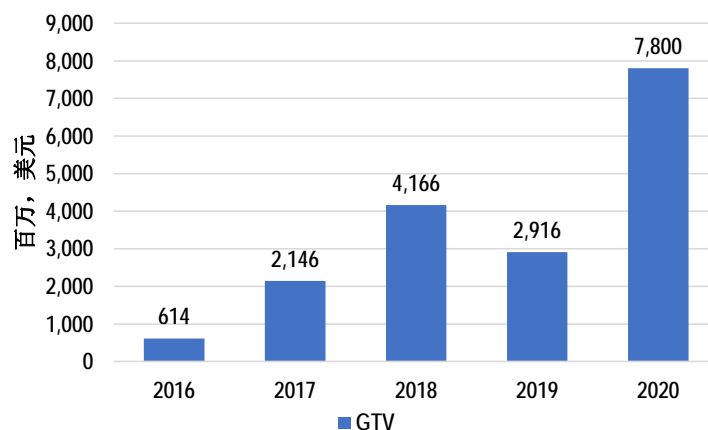
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

支付业务尚处于初期, 培养消费习惯的阶段

支付业务目前仍处于发展初期, 主要用于培养消费支付习惯和提升游戏+电商双平台的协同效应。

疫情期间, 用户使用电子钱包的场景大幅增加, 从而推动了公司支付业务发展。2020 年, SeaMoney 电子钱包所产生 GTV 达到约 780 亿美元, 同比增长 167.5%。收入为 6,078.5 万美元, 同比增长 559.1%。

图表 29: 支付业务 GTV (百万美元)



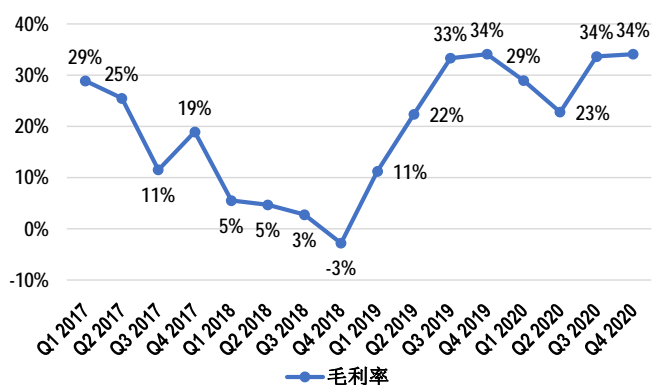
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

游戏业务贡献主要利润, 其他业务亏损逐渐缩窄

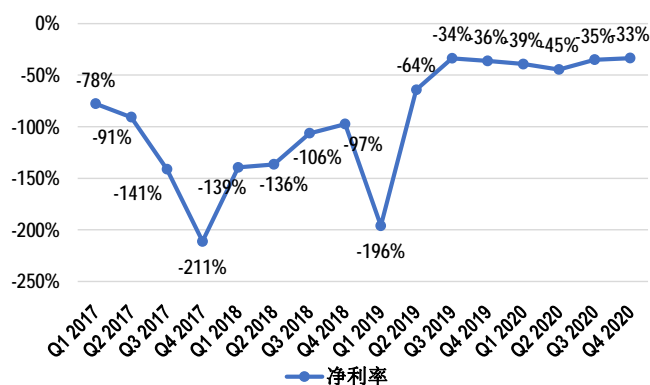
公司目前利润主要由游戏业务所贡献, 电商和支付业务均处于亏损状态, 但亏损幅度缩窄趋势明显。2020年, 游戏业务经调整 EBITDA 为 20 亿美元, 同比增长 94%。电商业务则亏损 13 亿美元, 去年同期为亏损 10 亿美元。但每单经调整 EBITDA 已收窄至 0.46 美元, 同比减少 46.5%, 体现出一定的规模效应。

2020年, 公司实现净亏损 16.24 亿美元, 2019年为 14.57 亿美元, 净亏损率从 67% 缩窄至 37%。

图表 30: 季度毛利率



图表 31: 季度净利率



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

估值：目标价 312.38 美元，首次给予买入评级

SOTP 法

SOTP 法获得价格：
312.38 美元

我们采用分部估值法，给予目标价 312.38 美元，较现价 19% 的增长空间，买入评级。游戏业务，我们预计 2022 年经调整净利润 17.36 亿，给予同行平均的 25 倍 P/adjusted NI，对应 434.07 亿美元，每股 83.47 美元。

电商业务，我们预计公司 2022 年实现 GMV 1000.05 亿美元，考虑到该业务依然处于快速扩张阶段，国际化趋势明显，我们给予 1.1 倍 P/GMV，约合 10.7 倍 PS，对应 1140.57 亿美元，每股 219.34 美元。

支付业务，我们预计 2022 年实现收入 4.97 亿美元，考虑到目前支付业务依然处于发展初期，用户快速处于增长阶段，我们给予 10 倍 PS，对应 49.73 亿美元，每股 9.56 美元。

图表 32: 2021-2023 年收入预测

Revenue Breakdown	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
Digital entertainment (US\$ k)	1,136,017	2,015,972	2,980,099	3,472,554	4,000,737
YoY	145.6%	77.5%	47.8%	16.5%	15.2%
%	52.2%	46.1%	35.8%	23.4%	20.0%
Quarterly Active Users (mn)	314.5	521.2	626.0	701.1	781.8
Paying Users/Active Users	8.6%	10.6%	12.1%	12.3%	12.5%
Quarterly Paying Users (mn)	27.1	55.0	75.7	86.5	97.7
ARPU (US\$)	16.3	14.5	14.5	14.8	15.1
E-Commerce (US\$ k)	834,295	2,167,149	4,945,592	10,669,931	15,117,484
YoY	209.5%	159.8%	128.2%	115.7%	41.7%
%	38.4%	49.5%	59.4%	72.0%	75.5%
Total GMV (US\$ k)	17,576,226	35,356,044	63,075,268	100,049,990	134,791,348
Average Monthly Active Buyers (mn)	32.0	54.5	78.6	110.0	132.0
Average Order Value (US\$)	14.51	12.54	12.17	12.53	12.91
Digital Financial (US\$ k)	9,223	60,785	259,834	497,297	685,910
YoY	-19.5%	559.1%	327.5%	91.4%	37.9%
%	0.4%	1.4%	3.1%	3.4%	3.4%
All others (US\$ k)	195,843	131,758	144,934	181,167	217,401
YoY	134.6%	-32.7%	10.0%	25.0%	20.0%
%	9.0%	3.0%	1.7%	1.2%	1.1%
Total Revenue (US\$ k)	2,175,378	4,375,664	8,330,459	14,820,950	20,021,532
YoY	163.1%	101.1%	90.4%	77.9%	35.1%

资料来源：公司资料，第一上海预测

图表 33: 稳定形态下的 SOTP 法

SOTP Valuation	Unit	FY 2022
Digital entertainment		
Adjusted NI	Mn, \$	1,736
Price/Adjusted NI		25
Enterprise Value	Mn, \$	43,407
Per Shares		83.47
E-Commerce		
GMV	Mn, \$	100,050
Prive/GMV		1.1
Enterprise Value	Mn, \$	114,057
Per Shares		219.34
Digital Financial		
Revenue	Mn, \$	497
Price/Sales		10
Enterprise Value		4,973
Per Shares		9.56
Net Cash		5,989
# of Shares		5.2
Valuation		162,437
Target Price		312.38

资料来源: 第一上海预测

风险

游戏业务过度依赖头部大作, 自研业务缺乏长期壁垒。如果《Free Fire》热度下降, 新游戏研发进度不及预期, 与腾讯和其他游戏研发商关系恶化, 则将冲击游戏业务的根基。

电商竞争格局加剧, 来自 Lazada 的竞争导致 Shopee 份额下降, 用户增长不及预期, 客单价以及消费频次难以提升, 最终影响电商收入的增长和货币化率。

电商出海面临当地本土电商的竞争, 拉美电商业务进展低于预期。欠发达地区人均可支配收入有限, 各市场协同效应较低, 货币化能力较弱, 电商出海可谓机遇与风险并存。

跨境电商监管相关的政策风险以及全球汇率波动风险。

金融科技政策风险。

互联网行业估值调整风险。

地缘政治风险。

主要财务报表

损益表

单位：百万美元, 财务年度：12月31日

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
Total Revenue	2,175,378	4,375,664	8,330,459	14,820,950	20,021,532
Total cost of revenue	1,570,458	3,026,759	5,262,564	8,473,517	10,445,747
Gross Profit	604,920	1,348,905	3,067,894	6,347,433	9,575,785
Other Operating Income	15,890	189,645	249,914	296,419	200,215
Sales and marketing expenses	-969,543	-1,830,875	-2,652,603	-3,237,225	-3,372,071
General and administrative expenses	-385,865	-657,215	-583,132	-889,257	-1,201,292
Research and development expenses	-156,634	-353,785	-590,237	-901,897	-1,218,368
Total operating expenses	-1,496,152	-2,652,230	-3,576,058	-4,731,960	-5,591,515
Operating loss	-891,232	-1,303,325	-508,164	1,615,473	3,984,270
Interest income	33,935	24,804	47,222	84,014	113,495
Interest Expense	-48,208	-148,243	-282,227	-502,119	-678,309
Investment gain (loss), net	11,794	-17,820	-33,926	-60,359	-81,538
Changes in fair value of convertible not	-472,877	-87	-166	-295	-398
Foreign exchange loss	-2,031	-38,567	-73,424	-130,632	-176,469
Loss before income tax and share of	-1,368,619	-1,483,238	-581,588	1,484,841	3,807,801
Income tax expense	-85,864	-141,640	-269,656	-479,753	-648,096
Share of results of equity investees	-3,239	721	1,373	2,442	3,299
Net loss	-1,457,722	-1,624,157	-849,872	1,007,530	3,163,004

资产负债表

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
Cash and cash equivalents	3,118,988	6,166,880	5,988,903	8,785,326	13,210,959
Restricted Cash/Investments (Short-Ter	434,938	859,192	859,192	859,192	859,192
Accounts Receivable - Trade	187,035	362,999	497,403	840,696	1,078,906
Prepaid Expenses (Short-Term)	535,187	1,054,229	1,558,408	1,815,932	2,092,139
Inventories	26,932	64,219	79,241	127,590	157,287
Short-Term Investments+Loans	107,059	431,485	431,485	431,485	431,485
Total Current Assets	4,410,139	8,939,004	9,414,632	12,860,220	17,829,968
Property Plant & Equipment, Net	318,620	386,401	695,522	1,043,283	1,564,924
Operating lease right-of-use assets, net	182,965	234,555	234,555	234,555	234,555
Intangible assets, net	15,020	39,773	189,773	339,773	489,773
Other Noncurrent Assets	—	512,435	512,435	512,435	512,435
Restricted Cash/Investments (Long-Ter	16,652	27,321	27,321	27,321	27,321
Deferred Income Tax Asset (Long-Ter	70,340	99,904	99,904	99,904	99,904
Goodwill	30,952	216,278	216,278	216,278	216,278
Total Non-Current Assets	814,030	1,516,667	1,975,788	2,473,549	3,145,190
Total Assets	5,224,169	10,455,671	11,390,420	15,333,769	20,975,158
Accounts Payable - Trade	69,370	121,637	166,050	267,365	329,595
Accrued Expenses	980,805	2,033,461	2,489,400	3,807,892	4,459,478
Other Current Liabilities	156,372	278,498	278,498	278,498	278,498
Deferred/Unearned Revenue/Deferred	1,097,868	2,150,165	3,434,434	4,950,446	6,715,014
Notes Payable & ST Borrowings	30,739	0	0	0	0
Income Taxes Accrued/Payable	27,212	52,306	52,306	52,306	52,306
Total Current Liabilities	2,362,366	4,636,067	6,420,688	9,356,507	11,834,892
Accrued Expenses (Long-Term)	25,802	36,159	36,159	36,159	36,159
Operating lease liabilities & LT Debt	144,358	177,870	177,870	177,870	177,870
Deferred/Unearned Revenue/Deferred	160,708	343,297	343,297	343,297	343,297
Notes Payable (Long-Term)	1,356,332	1,840,406	1,840,406	1,840,406	1,840,406
Other Noncurrent Liabilities	1,951	1,633	1,633	1,633	1,633
Total Non-Current Liabilities	1,689,151	2,399,365	2,399,365	2,399,365	2,399,365
Total liabilities	4,051,517	7,035,432	8,820,053	11,755,872	14,234,257
Class A Ordinary shares	154	179	179	179	179
Class B Ordinary shares	76	76	76	76	76
Additional Paid in Capital	4,687,284	8,526,571	8,526,571	8,526,571	8,526,571
Accumulated Other Comprehensive Inc	5,495	7,044	7,044	7,044	7,044
Retained Earnings (Accumulated Defic	-3,530,585	-5,150,958	-6,000,830	-4,993,300	-1,830,296
Total Sea Limited shareholders' equi	1,162,424	3,382,912	2,533,040	3,540,570	6,703,574
Minority/Non-Controlling Interests	10,228	37,327	37,327	37,327	37,327
Total shareholders' equity	1,172,652	3,420,239	2,570,367	3,577,897	6,740,901
Total liabilities and shareholders' eqi	5,224,169	10,455,671	11,390,420	15,333,769	20,975,158

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务能力分析

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	27.8%	30.8%	36.8%	42.8%	47.8%
净利率 (%)	-67.0%	-37.1%	-10.2%	6.8%	15.8%
营运表现					
总收入增速 (%)	163.1%	101.1%	90.4%	77.9%	35.1%
市场营销费用/收入 (%)	44.6%	41.8%	31.8%	21.8%	16.8%
行政管理费用/收入 (%)	17.7%	15.0%	7.0%	6.0%	6.0%
研究和开发费用/收入 (%)	7.2%	8.1%	7.1%	6.1%	6.1%
实际税率 (%)	3.9%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
应收账款天数	23.9	22.9	21.8	20.7	19.7
应付账款天数	12.4	11.5	11.5	11.5	11.5
库存天数	48.6	66.4	73.4	81.9	73.3
财务状况					
总负债/总资产	77.6%	67.3%	77.4%	76.7%	67.9%
收入/净资产	185.5%	127.9%	324.1%	414.2%	297.0%
经营性现金流/收入	3.2%	12.7%	3.4%	22.2%	25.5%

现金流量表

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
Net Income - CF	-1,457,722	-1,624,157	-849,872	1,007,530	3,163,004
Total Cashflow from Operations	-712,198	-970,297	-849,872	1,007,530	3,163,004
Inventories	11,762	-38,528	-15,022	-48,349	-29,697
Accounts receivable	-86,546	-174,767	-134,404	-343,293	-238,211
Prepaid expenses and other as:	-214,926	-527,139	-504,179	-257,524	-276,207
Amounts due from related parties	538	-10,897	0	0	0
Operating lease right-of-use as:	-62,140	-45,203	0	0	0
Accounts payable	31,381	50,860	44,413	101,315	62,230
Accrued expenses and other pay	354,151	943,586	455,939	1,318,492	651,586
Advances from customers	34,263	92,851	0	0	0
Operating lease liabilities	70,901	46,352	0	0	0
Deferred revenue	637,214	1,162,399	1,284,269	1,516,012	1,764,569
Income tax payable	17,207	25,505	0	0	0
Amounts due to related parties	-11,742	1,146	0	0	0
Total Cash Flows from Opera	69,865	555,868	281,144	3,294,184	5,097,274
Purchase of property and equip	-239,844	-336,274	-309,121	-347,761	-521,641
Purchase of Intangibles	-7,254	-20,780	-150,000	-150,000	-150,000
Purchase of investments	-118,462	-219,548	0	0	0
Proceeds from disposal of prop	1,236	1,732	0	0	0
Proceeds from sale and maturit	640	19,541	0	0	0
Distributions from investments	465	1,294	0	0	0
Acquisition of businesses, net c	0	-92,190	0	0	0
Disposal of subsidiaries, net of	0	15,008	0	0	0
Change in loans receivable	0	-255,695	0	0	0
Total Cash Flows from Invest	-363,219	-886,912	-459,121	-497,761	-671,641
Proceeds from issuance of con	1,138,500	1,141,362	0	0	0
Purchase of capped call	-97,060	-135,700	0	0	0
Proceeds from borrowings	868	1,224	0	0	0
Repayment of borrowings	-2,871	-31,833	0	0	0
Proceeds from issuance of ord	1,538,802	2,970,248	0	0	0
Transaction with non-controlling	0	-20,736	0	0	0
Contribution by non-controlling	1,356	4,631	0	0	0
Payments for exchange and co	0	-50,009	0	0	0
Change in accrued expenses a	0	-146,055	0	0	0
Total Cash Flows from Finan	2,579,595	3,733,132	0	0	0
Effect of foreign exchange rate	25,025	80,727	0	0	0
Net (decrease) increase in cas	2,311,266	3,482,815	-177,977	2,796,423	4,425,633
Cash, cash equivalents and r	1,259,312	3,570,578	7,053,393	6,875,416	9,671,839
Cash, cash equivalents and r	3,570,578	7,053,393	6,875,416	9,671,839	14,097,472

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。