

毛利保持稳定增长, 游戏业务端仍旧承压

毛利保持稳定增长, 亏损持续扩大。营收方面, 2022Q2 公司实现 GAAP 营收 29.43 亿美元 (yoy+29.0%)。营收结构上, 数字娱乐 (Garena) / 电商 (Shopee) / 数字金融服务 (SeaMoney) 营收分别为 9.0/17.5/2.8 亿美元, 分别同比变化 -12%/ 51.4%/ 214.4%。利润方面, 二季度公司实现毛利润 11 亿美元 (yoy+17.1%); 22Q2 公司净亏损 9.31 亿美元 (21Q2 净亏损为 4.3 亿美元), 经调整 EBITDA 为 -5.1 亿美元 (21Q2 为 -0.24 亿美元)。费用方面, 2022Q2 公司销售/管理/研发费用分别是 10.0/4.8/3.7 亿美元, 费率分别为 34.0%/16.3%/12.6%。管理费用的增加主要来源于数字金融业务的扩张所带来的职工薪酬、办公设施的增加。研发费用的增加系扩展服务范围、增加科技投入所致。

电商 (Shopee): 多地市场用户活跃度表现亮眼, 盈利能力有望持续改善。 电子商务 GAAP 收入为 17 亿美元, 同比增长 51.4%。调整后的 EBITDA 为 -6.5 亿美元 (去年同期为 -5.8 亿美元)。单均调整后的 EBITDA 为 -0.33 美元 (去年同期为 -0.41 美元), 改善 21%, 经营效益有所提升。基于持续增长的货币购买, GMV 和总订单保持稳健增长, 同环比均有所上升。Shopee 22Q2 订单总计达 20 亿 (YoY+41.6%, QoQ+5.3%), GMV 达 190 亿美元 (YoY+27.2%, QoQ+9.2%)。Shopee 的毛利率环比有所增长, 主要来源于佣金收入和广告收入的快速增长。相比于产品收入和其他增值服务, 佣金收入和广告收入的增长带动毛利率的提升效率更高。Shopee 在多地市场均有亮眼表现。在巴西市场, Shopee 在 GAAP 收入上有较好表现, 同比增长 270%。根据 data.ai, Shopee 的 MAU 和总体 app 在线时长持续在巴西、东南亚、印尼和台湾市场的购物模块排名第一。全球来看, 根据 MAU 和总体 app 在线时长数据, 第二季度 Shopee 在 Google Play 的购物模块下排名第一。多地市场用户活跃程度高, 单均调整后 EBITDA 亏损显著改善。疫情封锁期间公司加大电商 Shopee 业务规模, 及时顺应扩张的线上消费与服务市场; 为适应宏观环境的不确定性, 致力于长期发展的效率, 盈利空间有望增长。

Sea (SE)

维持

买入

孙晓磊

sunxiaolei@csc.com.cn

18811432273

SAC 执证编号:S1440519080005

SFC 中央编号:BOS358

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

15000106325

SAC 执证编号:S1440521100004

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

18627096223

SAC 执证编号:S1440520110001

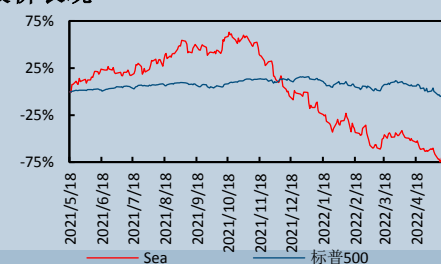
发布日期: 2022 年 08 月 17 日

当前股价: 77.43 美元

目标价格 6 个月: 101 美元

主要数据
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-26.13/-19.21	-41.73/-35.08	-62.77/-60.98
12 月最高/最低价 (美元)			372.7/54.06
总股本 (万股)			17,408.27
流通股本 (万股)			-
总市值 (亿美元)			139.63
流通市值 (亿美元)			-
近 3 月日均成交量 (万股)			925.58
主要股东			

股价表现


游戏 (Garena): 活跃用户数量环比保持稳定, GAAP 收入增速为负 2022Q2 Garena 实现 booking 达 7.2 亿美元 (yoy-40%); 经调整 EBITDA 为 3.3 亿美元 (yoy-55.4%); GAAP 收入为 9.0 亿美元 (yoy-12%) 二季度 QAU 为 6.2 亿 (yoy-15%), QPU 为 0.6 亿 (yoy-40%); 二季度, 公司加大对于用户留存率的重视程度, QAU 环比保持稳定。付费用户比率为 9.1% (yoy-28.35%); 用户平均预定量为 1.2 美元 (yoy-25%)。《Free Fire》作为公司自研游戏, 依旧保持较强竞争力。22Q2《Free Fire》在全球最多下载量的游戏中排名榜首; 根据 MAU 数据, 本季度《Free Fire》在 Google Play 中排名第三。《Free Fire》已连续 12 季度保持领先地位。本季度游戏收入占比为 31%, 同环比均有所下降, 游戏业务端仍旧承压。

金融 (SeaMoney): 数字金融融合电商业务, 持续提升市场渗透率。2022Q2 公司数字金融服务业务实现 GAAP 收入 2.8 亿美元 (yoy+214.4%); 经调整 EBITDA 为-1.11 亿美元, 相比于 2021Q2 的-1.6 亿美元, 经调整 EBITDA 亏损有所收窄。QAU 为 5270 万美元 (yoy+53.3%), TPV 为 57 亿美元 (yoy+36%)。整体手机钱包的支付额为 57 亿美元 (yoy+35.7%)。本季度, 公司致力于提供更多 SeaMoney 的产品和服务, 向不同市场扩张。加速数字金融和电商业务的相互融合, 未来有望借助增长较好的用户数量提升产品和服务的渗透率, 预期亏损将持续收窄。

风险因素: 跨境电商与游戏监管政策, 汇率波动风险, 头部游戏产商竞争加剧导致成本增加, 东南亚电商竞争激烈导致 GMV 增长不及预期, 印度市场持续封禁导致电商游戏业务受损。

分析师介绍

孙晓磊：海外研究首席分析师，北京航空航天大学硕士，游戏产业和金融业 6 年复合从业经历，专注于互联网研究，对腾讯、网易、阿里、美团、阅文等互联网巨头有较为深入的理解。2019 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2020 年、2021 年新财富港股及海外最佳研究团队第五名。

崔世峰：海外研究联席首席分析师，南京大学硕士，5 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网龙头公司研究，所在卖方团队获得 2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名。

于伯韬：FRM，香港大学金融学硕士，武汉大学经济学学士，4 年港股策略及行业从业经历，2021、2020 年新财富港股及海外最佳研究团队第五名成员，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名成员，2019 年新浪金麒麟策略研究第六名成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk