

SEA (SE)

2022 三季度报点评：收入利润超预期，看好电商 23 年底盈亏平衡

买入（维持）

2022 年 11 月 17 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 夏路路

执业证书：S0600121070071
xiall@dwzq.com.cn

研究助理 郭若娜

执业证书：S0600122080017
guorn@dwzq.com.cn

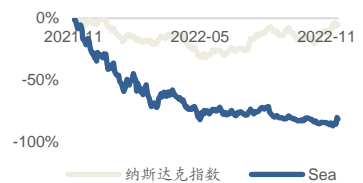
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万美元）	9,955	12,033	14,797	18,791
同比	128%	21%	23%	27%
归属母公司净利润（百万美元）	-2,047	-2,618	-2,057	-884
Non-GAAP 净利润	-1,576	-1,956	-1,465	-320
同比	-	-	-	-
每股收益-最新股本摊薄（美元/股，Non-GAAP）	-2.83	-3.51	-2.63	-0.57
P/E（现价&最新股本摊薄，Non-GAAP）	-	-	-	-

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **事件：** 2022Q3 公司实现 GAAP 收入 32 亿美元，同比增长 17.4%。其中电商、游戏和数字金融分别实现收入 19、8.9 和 3.3 亿美元。净亏损 5.69 亿美元，同比持平，环比改善 38.9%，经调整净亏损 3.74 亿美元，同比改善 16.6%，环比改善 34.4%。收入利润均好于彭博一致预期。
- **降本增效显成效，现金流压力减弱。** Q3 公司毛利率 38.9%，实现今年以来首次季度环比改善，主要受益于电商业务毛利率结构性提升；销售费用率 25.9%，销售费用绝对额为自 2017 年以来首次同时出现同比环比收窄。公司研发费率和管理费率虽然同比分别增长 4.7%和 6.5%，但主要与金融支付业务发展、科技人力投入增加和服务拓展相关，符合公司可持续发展方向。截至 9/30，公司现金、现金等价物和短期投资为 73 亿美元，相比 6/30 减少近 5 亿美元，而上个季度环比减少 10 亿美元，现金流压力有所减弱。考虑到 Q3 有部分为一次性的遣散费和提前终止租约的相关费用（8540 万美元，在收入中占比约为 3%），加上公司降本增效决心坚定，我们预计 Q4 亏损同比环比仍将有所收窄。
- **电商：货币化率提升进度与亏损改善幅度超预期。** 2022Q3 电商 GMV 实现 191 亿美元，同比+13.5%，基本符合一致预期，若基于固定汇率的假设，同比+21.4%。GAAP 收入 19 亿美元，同比+32.4%，好于一致预期，意味着公司货币化率进一步提升。得益于更高毛利的佣金广告收入增长、物流相关补贴降低等，Q3 电商经调整 EBITDA 亏损同比/环比分别改善 27.5%/23.5%，大超预期。Q3，GMV 贡献最大，也是物流成本较高、竞争较为激烈的市场——印尼已实现总部费用分配前经调整 EBITDA 口径的盈利。巴西市场仍维持高速增长，GAAP 收入同比增长超过 225%，亏损亦环比改善明显。我们看好公司电商业务在保持强大市场地位的前提下，2023 年底实现经调整 EBITDA 口径盈利。
- **盈利预测与投资评级：** 公司边际改善明显，虽然短期对游戏、电商成长性的判断受到外部环境干扰，但考虑到东南亚和拉美广阔的市场空间，我们仍看好公司电商业务长期成长，我们将公司 22-24 年经调整 EPS 由 -3.83/-2.68/-0.59 美元上调为 -3.51/-2.63/-0.57 美元，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 宏观经济风险，股东减持风险，国际环境风险，持续亏损和现金流风险，游戏行业和新游开发风险

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	58.76
一年最低/最高价	40.67/231.21
市净率(倍)	6.72
流通市值(百万美元)	32,890
总市值(百万美元)	32,890

基础数据

每股净资产(美元,LF)	8.749
资产负债率(%，LF)	71.32
总股本(百万股)	559.74
流通股(百万股)	514.21

相关研究

《SEA(SE)：2022 年二季度报点评：短期增速承压，提效策略下电商盈利改善亮眼》

2022-08-17

《SEA(SE)：业务数据跟踪：电商竞争力持续突显，期待盈利优化》

2022-08-06

SEA 三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,135	12,076	9,452	8,126	营业收入	9,955	12,033	14,797	18,791
货币资金	9,248	6,546	3,793	2,151	营业成本	6,059	7,384	8,762	10,455
应收账款	1,806	1,504	1,480	1,566	毛利	3,896	4,649	6,035	8,337
预付及其他流动资产	4,081	4,026	4,179	4,409	其他运营收入	288	203	472	702
非流动资产	3,621	4,195	4,845	5,431	销售费用	3,830	3,487	3,964	4,482
长期投资	0	0	0	0	管理费用	1,105	1,940	2,220	2,631
固定资产	1,030	1,402	1,737	2,038	研发费用	832	1,557	1,924	2,443
无形资产净值	1,242	1,593	1,908	2,193	营业利润	-1,871	-2,131	-1,600	-516
其他非流动资产	1,349	1,200	1,200	1,200	利息收入	36	37	30	23
资产总计	18,756	16,271	14,297	13,556	利息支出	139	100	100	100
流动负债	7,176	7,686	7,867	8,009	权益性投资损益	5	0	0	0
应付账款	214	246	250	261	其他非经营性损益	259	-120	-148	-188
应交税金	181	120	118	132	除税前利润	-1,710	-2,315	-1,818	-781
交易性金融负债	0	0	0	0	所得税	333	301	236	102
借贷到期部分	100	100	100	100	净利润	-2,043	-2,616	-2,055	-883
其他流动负债	6,681	7,220	7,398	7,516	少数股东损益	4	3	2	1
非流动负债	4,155	3,776	3,676	3,676	归母净利润	-2,047	-2,618	-2,057	-884
负债合计	11,332	11,462	11,543	11,685	经调整 EBITDA	-594	-1,746	-1,185	53
普通股	0	0	0	0	经调整归母净利润	-1,576	-1,956	-1,465	-320
库存股	0	0	0	0					
留存收益	7,427	4,809	2,752	1,868	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
其他综合收益	-29	-29	-29	-29	每股收益 (美元, 经调整口径)	-2.83	-3.51	-2.63	-0.57
归属母公司股东权益	7,399	4,780	2,724	1,840	每股净资产(美元)	13.31	8.62	4.94	3.36
少数股东权益	26	28	30	31	发行在外股份(百万股)	557.74	557.74	557.74	557.74
负债和股东权益	18,756	16,271	14,297	13,556	ROE(%)	-27.7%	-54.8%	-75.5%	-48.0%
					毛利率(%)	39.1%	38.6%	40.8%	44.4%
现金流量表 (百万美元)	2021A	2022E	2023E	2024E	经调整归母净利润率(%)	-15.8%	-16.3%	-9.9%	-1.7%
经营活动现金流	209	-951	-1,105	-54	资产负债率(%)	60.4%	70.4%	80.7%	86.2%
投资活动现金流	-3,767	-1,651	-1,548	-1,488	收入增长率(%)	127.5%	20.9%	23.0%	27.0%
筹资活动现金流	7,402	-100	-100	-100	经调整归母净利润增长率(%)	-	-	-	-
现金净增加额	3,785	-2,702	-2,753	-1,641	P/E	-	-	-	-
折旧和摊销	279	277	349	415	P/S	3.49	2.89	2.35	1.85
资本开支	-923	-1,000	-1,000	-1,000	EV/EBITDA	-	-	-	-
营运资本变动	3,485	1,167	352	127					

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

