

买入

SEA (SE.N)

23Q3 点评：电商投入加大致短期转亏，金融持续强势增长

核心观点

电商持续加大投入，整体利润率短期转亏。收入端看，2023Q3 公司收入 33 亿美元，同比增长 5%，增长主要来自电商业务和数字金融业务，部分被游戏业务的下滑所抵消。利润端看，本季度公司实现净亏损 1.4 亿美元，净亏损率-4%。环比来看，公司由盈转亏，主要因电商业务持续加大投入导致利润率环比下降。电商/游戏/数字金融业务 2023Q 经调整 EBITDA 利润率分别为 -16%/40%/37% (去年同期分别为-26%/32%/-21%，2023Q2 分别为 7%/45%/32%)。

电商业务：GMV 增速回升，加大投放力度抢占份额。2023Q3 电商业务营收 22 亿美元，同比+16%，收入增速同环比持续放缓，我们认为主要与东南亚等地区电商竞争加剧有关。其中核心市场收入增长 32%，货币化率同比提升，物流等增值服务收入减少 4%，受公司物流补贴影响。电商 GMV 为 201 亿美元，同比增长 5%，增速较上个季度回升。本季度电商经调整 EBITDA 为-3.5 亿美元，经调 EBITDA 利润率-16%，为 22Q4 以来首次利润为负。未来公司将优先投资业务，以提高市场份额并进一步加强市场领导力。

游戏业务：收入和流水环比回升，但用户参与度环比下滑。总体而言，本季度公司仍然受到第一大游戏《Free Fire》市场表现下滑的消极影响。其他游戏方面，《Arena of Valor》季度活跃用户数再创新高；《CODM》季度流水创新高。

数字金融：收入和利润强势增长。2023Q3，公司数字金融业务实现收入 4.5 亿美元，同比增长 37%，主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 1.7 亿美元，利润率为 37% (去年同期为-21%)，环比提升约 5pct。利润率大幅改善，得益于收入的强势增长、持续降本增效，特别是控制销售费用。**公司持续推进数字金融业务与电商生态系统的协同。**

投资建议：公司重启增长投资后，短期份额增长平淡，长期效果仍待观察。预计短期游戏业务增速疲软，东南亚地区电商竞争日益激烈导致业务收入与利润均受挤压。综合上述原因，我们调整公司 2023-2025 年收入至 131/147/163 亿美元，调整幅度为-4%/-5%/-8%。维持目标价 51-56 美元，维持“买入”评级。

风险提示：新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万美元)	9,955	12,450	13,093	14,683	16,279
(+/-%)	127.5%	25.1%	5.2%	12.1%	10.9%
归母净利润(百万美元)	-2,043	-1,658	-11	612	918
(+/-%)	-26%	19%	—	—	50%
EPS (美元)	-3.62	-2.94	-0.02	1.08	1.62
EBIT Margin	-15.9%	-11.9%	0.9%	5.0%	6.6%
净资产收益率 (ROE)	-27.6%	-29.0%	-0.2%	9.7%	12.7%
市盈率 (PE)	-10.4	-12.8	-1963.7	34.6	23.1
EV/EBITDA	-24.9	-30.6	90.4	33.6	25.0
市净率 (PB)	2.86	3.71	3.71	3.35	2.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：王颖婕
 0755-81982651 0755-81983057
 zhanglunke@guosen.com.cn wangyingjie1@guosen.com.cn
 S0980521120004

联系人：徐焱
 021-60375437
 xutao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	51.00 - 56.00 美元
收盘价	37.50 美元
总市值/流通市值	212/195 亿美元
52 周最高价/最低价	88.84/34.87 美元
近 3 个月日均成交额	324.55 百万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《SEA (SE.N) -23Q2 点评：收入增速承压，持续投入电商业务维持市场地位》——2023-08-18
- 《SEA (SE.N) -电商与数字金融收入利润亮眼，关注公司长期成长》——2023-05-24
- 《SEA (SE.N) -2022Q4 财报点评：各业务利润转正，电商货币化率快速提升》——2023-05-10

总览：电商持续加大投入，利润率短期转亏

收入端看，2023Q3 公司收入 33 亿美元，同比增长 5%，增长主要来自电商业务和数字金融业务，部分被游戏业务的下滑所抵消。

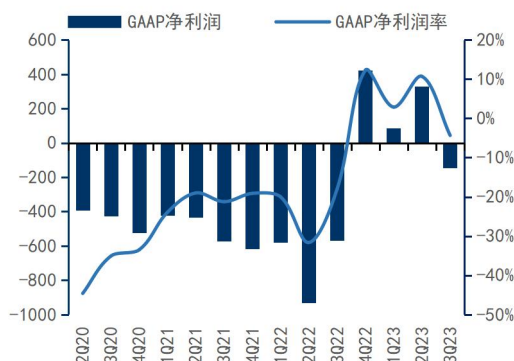
利润端看，本季度公司实现净亏损 1.4 亿美元，净亏损率-4%。环比来看，公司由盈转亏，主要因电商业务持续加大投入导致利润率环比下降。电商/游戏/数字金融业务 2023Q 经调整 EBITDA 利润率分别为-16%/40%/37%（去年同期分别为-26%/32%/-21%，2023Q2 分别为 7%/45%/32%）。

图1：公司季度营业收入及增速（百万美元、%）



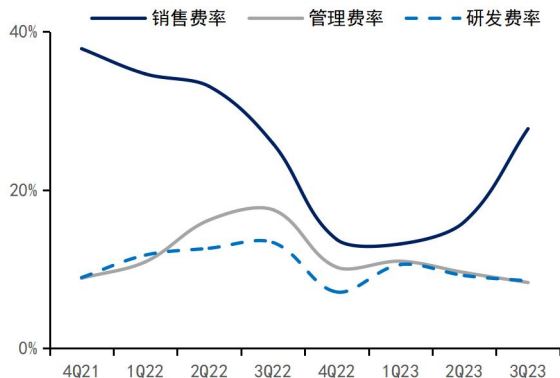
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及净利润率（百万美元、%）



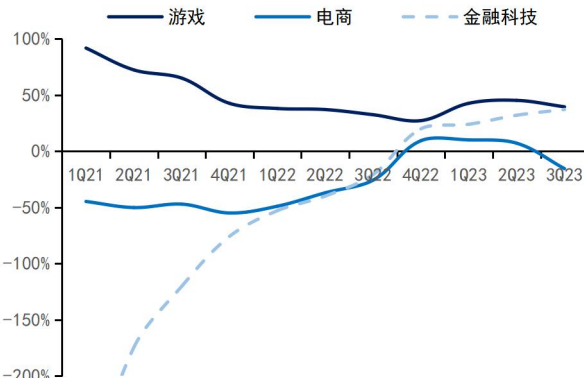
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司费用率情况（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司各业务经调整 EBITDA 利润率（%）



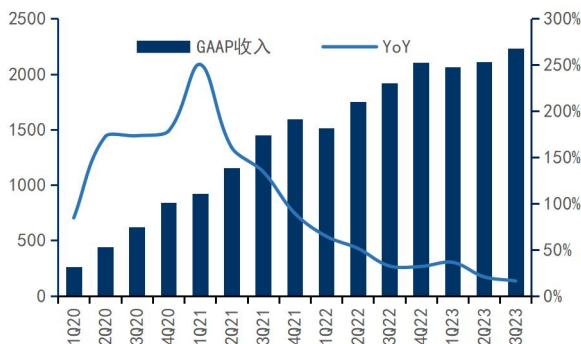
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电商业务：GMV 增速回升，加大投放力度抢占份额

2023Q3 电商业务营收 22 亿美元，同比+16%，收入增速同环比持续放缓，我们认为主要与东南亚等地区电商竞争加剧有关。其中核心市场收入增长 32%，货币化率同比提升，物流等增值服务收入减少 4%，受公司物流补贴影响。电商 GMV 为 201 亿美元，同比增长 5%，增速较上个季度回升。本季度电商经调整 EBITDA 为-3.5 亿美元，

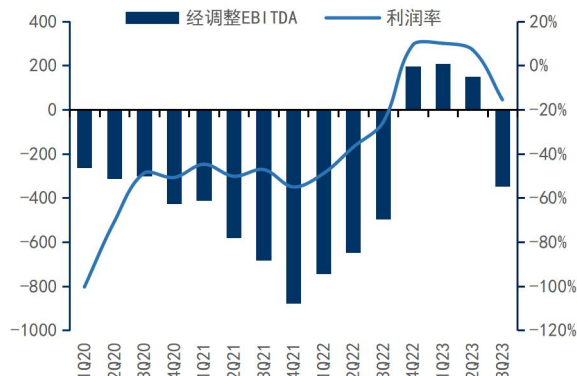
经调 EBITDA 利润率-16%，为 22Q4 以来首次利润为负。分地区看，亚洲市场经调整 EBITDA 从去年同期-2.2 亿美元降为-3.1 亿美元，其他市场亏损从去年 2.8 亿美元缩窄至 0.4 亿美元，本季度巴西 UE 提升，单均盈利 0.1 美元，较去年同期改善 91%。未来公司将优先投资业务，以提高市场份额并进一步加强市场领导力。

图5: Shopee 季度收入及增速 (百万美元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: Shopee 经调整 EBITDA 和利润率变化情况 (百万美元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

游戏业务：收入和流水环比回升，但用户参与度环比下滑

游戏收入和流水持续低迷。2023Q3，公司游戏业务实现 GAAP 收入 5.9 亿美元，同比减少 34%，环比增长 12%；游戏流水 4.5 亿美元，同比减少约 33%，环比增长 1%。季度活跃用户 5.4 亿，同比减少 5%，环比略有下降；季度付费用户约 4050 万，同比减少 21%，环比减少 6%。付费率同比下滑约 1.6pct 至 7.4%，ARPPU 同比下滑 14%。

总体而言，本季度公司仍然受到第一大游戏《Free Fire》市场表现下滑的消极影响。其他游戏方面，《Arena of Valor》季度活跃用户数再创新高；《CODM》季度流水创新高。

图7: 公司游戏业务收入及增速 (百万美元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司游戏业务流水及增速 (百万美元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 游戏业务季度活跃用户及增速 (百万、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 游戏业务季度付费用户及付费率 (百万、%)



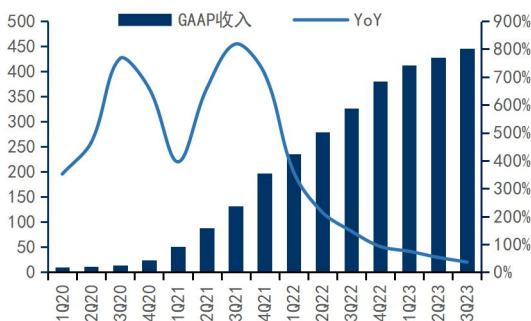
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

数字金融: 收入和利润强势增长

收入和利润强势增长, 不良率环比改善。2023Q3, 公司数字金融业务实现收入 4.5 亿美元, 同比增长 37%, 主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 1.7 亿美元, 利润率为 37% (去年同期为-21%), 环比提升约 5pct。利润率大幅改善, 得益于收入的强势增长、持续降本增效, 特别是控制销售费用。根据公司公告和业绩会议, 截至 2023 年 9 月 30 日, 应收贷款总额为 24 亿美元; 逾期 30 天以上和 90 天以上的不良贷款率分别为 5.2% 和 1.6%, 环比有所改善。

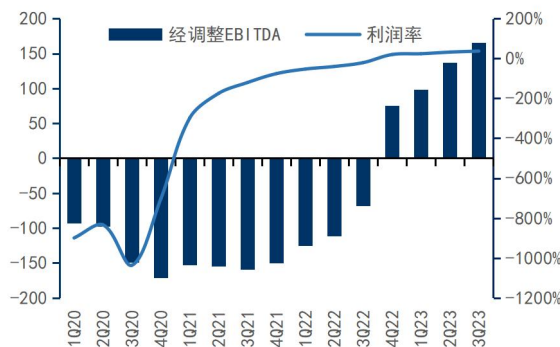
公司持续推进数字金融业务与电商生态系统的协同。其中, 在印尼、菲律宾和新加坡已经有大量数字银行用户采用借记支付, 即直接从银行账户在 Shopee 上付款。分类型来看, SPayLater 消费贷款占据了应收贷款的主要部分, 其余为 Shopee 买家和卖家的现金贷款。

图11: 数字金融收入及增速 (百万美元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 数字金融经调整 EBITDA 及利润率 (百万美元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级

公司重启增长投资后, 短期份额增长平淡, 长期效果仍待观察。预计短期游戏业务增速疲软, 东南亚地区电商竞争日益激烈导致业务收入与利润均受挤压。综合上述原因,

我们调整公司 2023-2025 年收入至 131/147/163 亿美元，调整幅度为-4%/-5%/-8%。维持目标价 51-56 美元，维持“买入”评级。

风险提示

新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6030	6633	7296	8026	营业收入	12450	13093	14683	16279
应收款项	2081	1184	1328	1472	营业成本	7264	7269	8351	9133
存货净额	110	103	118	129	研发费用	1377	1145	1322	1302
其他流动资产	1550	1964	2203	2442	销售及管理费用	5221	4677	4515	4995
流动资产合计	12688	12947	14161	15447	其他营业利润	279	231	231	231
固定资产	1388	1879	2330	2740	商誉减值	(355)	(118)	0	0
无形资产及其他	1253	1622	2021	2455	营业利润	(1488)	116	728	1080
投资性房地产	399	399	399	399	财务费用	(5)	0	6	23
长期股权投资	1275	1157	1207	1257	投资损益	(207)	0	0	0
资产总计	17003	18004	20119	22297	其他损益净额	200	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	120	1305	2067	2735	税前利润	(1489)	116	734	1102
应付款项	435	383	396	391	所得税费用	168	123	125	187
其他流动负债	6381	5954	6466	7044	权益性投资损益	11	3	3	3
流动负债合计	6936	7642	8929	10170	少数股东损益	(6)	0	6	10
长期借款及应付债券	3339	3339	3339	3339	归属于母公司净利润	(1658)	(11)	612	918
其他长期负债	918	1223	1445	1475					
长期负债合计	4256	4562	4784	4814	现金流量表(百万元)				
负债合计	11192	12204	13713	14983	净利润	(1658)	(11)	612	918
少数股东权益	95	95	89	79	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	5716	5705	6317	7235	折旧摊销	(428)	(253)	(310)	(369)
负债和股东权益总计	17003	18004	20119	22297	公允价值变动损失	(355)	(118)	0	0
					财务费用	5	0	(6)	(23)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(419)	316	349	208
EPS	(2.94)	(0.02)	1.08	1.62	其它	1804	743	615	728
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(1056)	677	1265	1484
每股净资产	10.12	10.10	11.18	12.81	资本开支	(763)	(1114)	(1161)	(1212)
ROIC	-25%	-0%	6%	9%	其它投资现金流	(506)	(146)	(153)	(161)
ROE	-29%	-0%	10%	13%	投资活动现金流	(2429)	(1259)	(1364)	(1423)
毛利率	42%	44%	43%	44%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	-12%	1%	5%	7%	负债净变化	(137)	0	0	0
EBITDA Margin	-9%	3%	7%	9%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	25%	5%	12%	11%	其它融资现金流	674	1186	762	668
净利润增长率	19%	—	—	50%	融资活动现金流	400	1186	762	668
资产负债率	66%	68%	69%	68%	现金净变动	(3218)	603	663	730
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	9248	6030	6633	7296
P/E	(12.8)	(1963.7)	34.6	23.1	货币资金的期末余额	6030	6633	7296	8026
P/B	3.7	3.7	3.4	2.9	企业自由现金流	(1897)	(437)	97	246
EV/EBITDA	(30.6)	90.4	33.6	25.0	权益自由现金流	(1281)	749	866	940

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032