

SEA (SE)

23Q4 业绩点评：业绩优于预期，期待 2024 年电商业务高质量增长

买入（维持）

2024 年 03 月 10 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

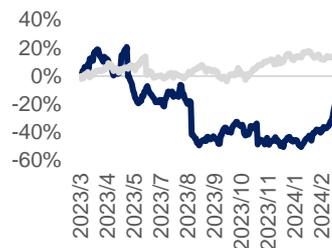
zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 郭若娜

执业证书：S0600122080017
guorn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万美元)	12,450	13,064	15,157	16,796	17,817
同比	25%	5%	16%	11%	6%
归母净利润(百万美元)	-1,651	151	338	847	1,360
同比	-	-	124%	151%	60%
Non-GAAP 净利润(百万美元)	-1,145	836	944	1,351	1,894
同比	-	-	13%	43%	40%
EPS-最新摊薄(美元/股)	-2.92	0.27	0.60	1.50	2.41
P/E(现价&最新摊薄)	-	151.75	96.42	38.47	23.98
PE(Non-GAAP)	-	39.00	34.52	24.12	17.21

股价走势



— SEA — 纳斯达克指数

投资要点

- **事件：**2023Q4 公司实现 GAAP 收入 36.2 亿美元，同比+4.8%，其中电商业务、游戏业务和数字金融业务分别实现收入 25.9、5.1 和 4.7 亿美元；净利润-1.1 亿美元，收入利润均好于彭博一致预期。2023 年 GAAP 收入为 130.6 亿美元（同比+4.9%），归母净利润 1.51 亿美元，公司实现上市以来首次全年盈利。
- **电商业务：平台规模效应显现，GMV 与盈利能力齐增。**23Q4 shopee 实现收入 25.91 亿美元，同比+23.2%，好于一致预期；GMV 同比增长 29%，主要受益于用户体验提升以及 tiktok Q4 在印尼市场受到限制等。我们测算得佣金与广告货币化率环比提升 0.2pct 至 7%；增值服务收入货币化率环比下降 0.1pct 至 2.9%，主要系物流补贴所致。受益于货币化能力与成本效率的提升，shopee 经调整 EBITDA 亏损 2.25 亿美元，环比有所改善，好于一致预期。我们认为公司电商平台在供应链、基础设施和本土化运营等方面仍存在优势，期待 2024 年继续保持稳健增长。
- **游戏业务：Q4 流水环比继续改善，期待 24 年重回增长。**23Q4 游戏实现收入 5.1 亿美元，低于一致预期；调整后收入 4.56 亿美元，环比继续改善。23Q4 QAU 为 5.29 亿人，环比-3%，低于一致预期；付费率 7.5%，环比稳定。经调整 EBITDA 为 2.17 亿美元，在调整后收入中占 47.6%，23Q3 为 52.2%。根据 Sensor Tower，2024 年 2 月 Free Fire 日活用户峰值超 1 亿人创新高，用户数据有所改善，公司管理层预计 2024 年 Free Fire 的用户群和流水将实现两位数同比增长。
- **数字金融业务：Q4 增长和盈利低于预期。**23Q4 公司数字金融业务实现收入 4.7 亿美元，同比+24.3%；经调 EBITDA 实现 1.48 亿美元，22Q4 为 0.76 亿美元，收入利润均低于彭博一致预期。考虑到行业仍处于成长红利期，我们预计 2024 年数字金融业务仍将保持较快增长，但盈利能力可能受营销费用增加负面影响；中长期看该业务仍有较大发展潜力。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到 tiktok 已完成收购印尼电商平台 tokopedia，电商竞争或重新加剧，我们将公司 24-25 年经调整 EPS 由 3.65/4.54 美元下调至 1.67/2.41 美元，新增 2026 年预测 3.38 美元，中长期我们看好公司电商和数字金融业务成长空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济和国际环境风险，竞争风险，卖家和买家流失风险，新游开发不及预期

市场数据

收盘价(美元)	57.72
一年最低/最高价	34.35/60.13
市净率(倍)	4.94
流通股市值(百万美元)	29,969.96
总市值(百万美元)	32,597.95

基础数据

每股净资产(美元,LF)	11.68
资产负债率(%LF)	64.53
总股本(百万股)	564.76
流通股(百万股)	519.23

相关研究

《SEA(SE)：23 年一季报点评：业绩略低预期，主业仍在修复》

2023-05-20

《SEA(SE)：2022 四季报点评：提前实现盈亏平衡，23 年继续兼顾效率与成长》

2023-03-10

SEA 三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,774	11,916	13,212	15,083	营业收入	13,064	15,157	16,796	17,817
货币资金	2,811	1,325	1,331	2,399	营业成本	7,230	8,102	8,682	8,915
应收账款	2,415	2,802	3,105	3,293	毛利	5,834	7,055	8,115	8,902
预付及其他流动资产	6,548	7,789	8,776	9,390	销售费用	2,779	3,223	3,436	3,495
非流动资产	7,109	8,722	9,412	9,664	管理费用	1,135	1,970	2,184	2,316
长期投资	0	0	0	0	研发费用	1,164	1,288	1,411	1,479
固定资产	1,208	1,056	935	838	营业利润	638	573	1,085	1,612
无形资产净值	1,180	944	755	604	利息收入	331	281	132	133
其他非流动资产	4,722	6,722	7,722	8,222	利息支出	41	157	147	137
资产总计	18,883	20,638	22,624	24,747	权益性投资损益	-7	0	0	0
流动负债	8,169	9,417	10,389	10,988	其他非经营性损益	-534	0	0	0
应付账款	343	384	411	422	其他损益	39	0	0	0
应交税金	224	259	288	305	除税前利润	425	697	1,070	1,608
借贷到期部分	298	298	298	298	所得税	263	349	214	241
其他流动负债	7,304	8,475	9,391	9,962	净利润(含少数股东损益)	163	349	856	1,366
非流动负债	4,017	3,817	3,617	3,417	少数股东损益	12	10	9	7
负债合计	12,186	13,234	14,005	14,404	净利润	151	338	847	1,360
普通股	0	0	0	0	NON-GAAP 归母净利润	836	944	1,351	1,894
库存股	0	0	0	0					
储备	6,702	7,398	8,603	10,321					
其他综合收益	-108	-108	-108	-108	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	6,594	7,290	8,495	10,213	每股收益(美元)	0.27	0.60	1.50	2.41
少数股东权益	104	114	123	130	每股净资产(美元)	11.68	12.91	15.04	18.08
负债和股东权益	18,883	20,638	22,624	24,747	发行在外股份(百万股)	564.76	564.76	564.76	564.76
					ROE(%)	2.3%	4.6%	10.0%	13.3%
现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	毛利率(%)	44.7%	46.5%	48.3%	50.0%
经营活动现金流	2,080	1,613	1,895	2,148	销售净利率(%)	1.2%	2.2%	5.0%	7.6%
投资活动现金流	-5,804	-3,100	-1,900	-1,100	资产负债率(%)	64.5%	64.1%	61.9%	58.2%
筹资活动现金流	366	9	19	29	收入增长率(%)	4.9%	16.0%	10.8%	6.1%
现金净增加额	-3,367	-1,486	6	1,069	净利润增长率(%)		124.3%	150.6%	60.5%
折旧和摊销	503	487	410	348	P/E	151.75	96.42	38.47	23.98
资本开支	254	-100	-100	-100	P/S	1.75	2.15	1.94	1.83
营运资本变动	844	620	482	296	EV/EBITDA	36.73	32.46	22.90	16.82

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>