

SEA (SE.N)

买入

2023Q4 点评：电商业务短期竞争格局改善，收入利润表现亮眼

核心观点

电商业务短期竞争格局改善，收入利润表现亮眼。收入端看，2023Q4 公司收入 36 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，部分被游戏业务下滑抵消。利润端看，本季度公司实现净亏损 1.1 亿美元，净亏损率-3%。环比看，公司亏损收窄，主要因电商业务利润率环比提升。电商/游戏/数字金融业务 2023Q4 经调整 EBITDA 利润率分别为-9%/43%/31%（去年同期分别为 9%/27%/20%，2023Q3 分别为-16%/40%/37%）。

电商业务：受益于竞争格局改善，收入利润表现亮眼。2023Q4 电商业务营收 26 亿美元，同比+23%，收入增速环比提升，我们认为主要与 TikTok Shop 退出印尼市场竞争放缓有关，其中核心市场收入增速 41%，货币汇率持续增加，物流相关增值收入增速-5%，受公司降低物流成本影响；本季度电商经调整 EBITDA 为-2.3 亿美元，经调 EBITDA 利润率-9%。管理层表示 2024 年 Shopee 有望实现 15%-20% 增速，并在下半年实现收支平衡。

游戏业务：游戏收入利润持续低迷，流水环比小幅提升。2023Q4，公司游戏业务实现 GAAP 收入 5.1 亿美元，同比减少 46%；游戏流水 4.6 亿美元，同比减少约 16%，环比增长 2%。季度活跃用户 5.3 亿，同比+9%，环比略有下降；季度付费用户约 3970 万，同比减少 9%。付费率同比下滑约 1.5pct 至 7.5%。

数字金融：收入和利润稳健增长，不良率环比持平。2023Q4，公司数字金融业务实现收入 4.7 亿美元，同比增长 24%，主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 1.5 亿美元，利润率 31%（去年同期为 20%），环比降低约 6pct。利润环比较弱主要由于投入更多费用获取新用户。

投资建议：维持“买入”评级。短期看 TikTok 印尼重启需要时间，Shopee 仍可保持较快增长，长期竞争仍待观察，我们上调公司 2024-2025 年收入预测至 155/171 亿美元，上调幅度 5%/5%，预计短期电商业务利润率显著回升，上调公司 2024-2025 年利润预测至 6.38/9.81 亿美元，上调幅度 4%/7%。目前公司对应 2024 年 PE 48x，PS 2x，给予数字娱乐对应 24 年 15xPE（此前给予 23 年 5xPE，上调原因为游戏流水出现企稳趋势，预计利润降幅收窄），电商 40-42xPE（此前给予 23 年 25-30xPE，提升原因是电商业务竞争趋缓，低基数下预计盈利能力快速增长），数字金融 25xPE（维持不变），目标价 59-60 美元，上调 16%/7%，上涨空间 9%-11%。

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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	12,450	13,064	15,453	17,134	18,680
(+/-%)	25.1%	4.9%	18.3%	10.9%	9.0%
归母净利润(百万美元)	-1,658	163	638	981	1,313
(+/-%)	19%	—	292%	54%	34%
EPS (美元)	-2.94	0.29	1.13	1.74	2.32
EBIT Margin	-7.8%	6.6%	5.0%	6.8%	8.4%
净资产收益率 (ROE)	-29.0%	2.5%	8.8%	11.9%	13.8%
市盈率 (PE)	-18.4	187.1	47.7	31.0	23.2
EV/EBITDA	-59.9	33.1	47.0	33.2	25.8
市净率 (PB)	5.33	4.62	4.21	3.71	3.20

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

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	59.00 - 60.00 美元
收盘价	53.90 美元
总市值/流通市值	304/280 亿美元
52 周最高价/最低价	88.84/34.35 美元
近 3 个月日均成交额	332.02 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

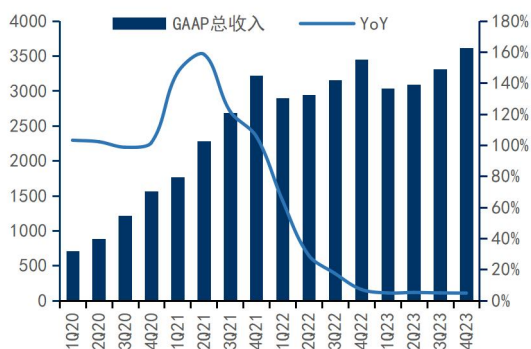
- 《SEA (SE.N) -23Q3 点评：电商投入加大致短期转亏，金融持续强势增长》——2023-11-23
- 《SEA (SE.N) -23Q2 点评：收入增速承压，持续投入电商业务维持市场地位》——2023-08-18
- 《SEA (SE.N) -电商与数字金融收入利润亮眼，关注公司长期成长》——2023-05-24
- 《SEA (SE.N) -2022Q4 财报点评：各业务利润转正，电商货币化率快速提升》——2023-05-10

总览：电商业务短期竞争格局改善，收入利润表现亮眼

收入端看，2023Q4 公司收入 36 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，部分被游戏业务下滑抵消。

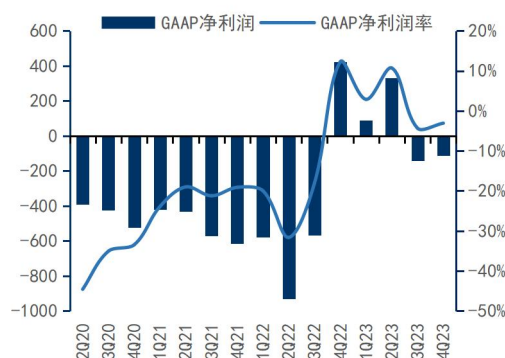
利润端看，本季度公司实现净亏损 1.1 亿美元，净亏损率-3%。环比看，公司亏损收窄，主要因电商业务利润率环比提升。电商/游戏/数字金融业务 2023Q4 经调整 EBITDA 利润率分别为-9%/43%/31%（去年同期分别为 9%/27%/20%，2023Q3 分别为 -16%/40%/37%）。

图1：公司季度营业收入及增速（百万美元、%）



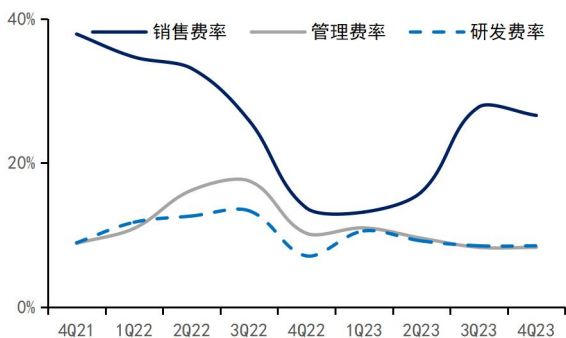
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及净利润率（百万美元、%）



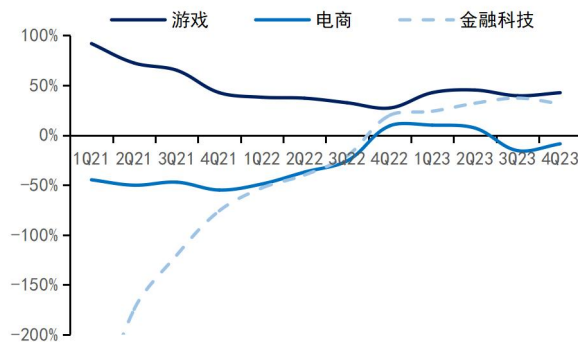
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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（%）



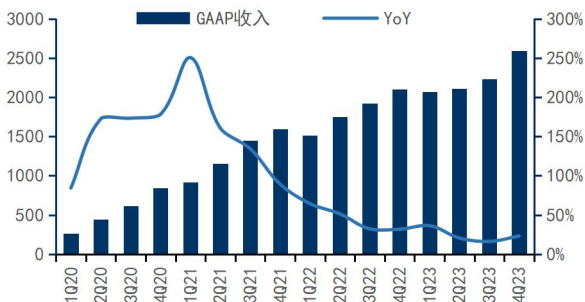
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电商业务：受益于竞争格局改善，收入利润表现亮眼

2023Q4 电商业务营收 26 亿美元，同比+23%，收入增速环比提升，我们认为主要与 TikTok Shop 退出印尼市场竞争放缓有关，其中核心市场收入增速 41%，货币化率持续增加，物流相关增值收入增速-5%，受公司降低物流成本影响；本季度电

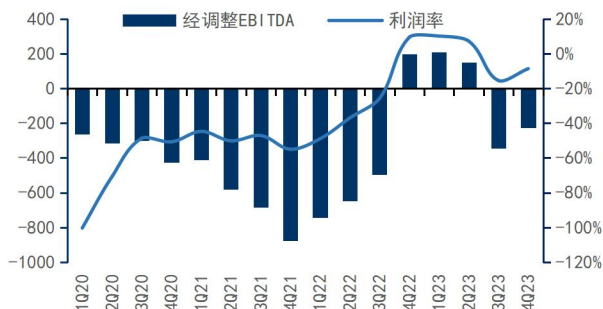
商经调整 EBITDA 为-2.3 亿美元，经调 EBITDA 利润率-9%。分地区看，亚洲市场经调整 EBITDA 从 Q3 -3.1 亿美元提升为-1.9 亿美元，其他市场亏损从 Q3 -0.4 亿美元缩窄至-0.3 亿美元，本季度巴西 UE 提升，单均盈利 0.05 美元，较去年同期改善 89%。管理层表示 2024 年 Shopee 有望实现 15%-20% 增速，并在下半年实现收支平衡。

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：游戏收入利润低迷，流水环比小幅提升

2023Q4，公司游戏业务实现 GAAP 收入 5.1 亿美元，同比减少 46%；游戏流水 4.6 亿美元，同比减少约 16%，环比增长 2%。季度活跃用户 5.3 亿，同比+9%，环比略有下降；季度付费用户约 3970 万，同比减少 9%，环比略降。付费率同比下滑约 1.5pct 至 7.5%，ARPPU 同比下滑 8%。

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、%)

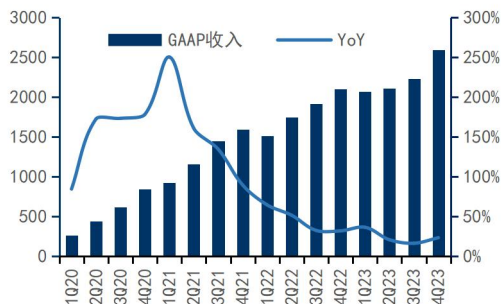


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

数字金融: 收入和利润稳健增长, 不良率环比持平

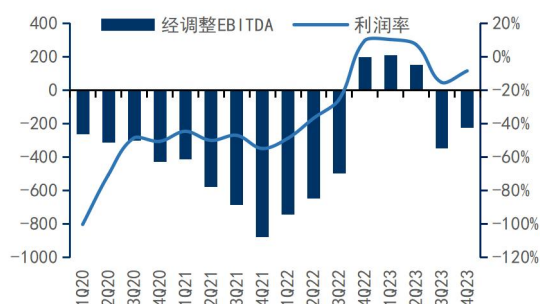
2023Q4, 公司数字金融业务实现收入 4.7 亿美元, 同比增长 24%, 主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 1.5 亿美元, 利润率 31% (去年同期为 20%), 环比降低约 6pct。利润环比较弱主要由于投入更多费用获取新用户。根据公司公告和业绩会议, 截至 2023 年 9 月 30 日, 应收贷款总额为 31 亿美元; 逾期 90 天以上的不良贷款率 1.6%, 环比持平。

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

短期看 TikTok 印尼重启需要时间, Shopee 仍可保持较快增长, 长期竞争仍待观察, 我们上调公司 2024-2025 年收入预测至 155/171 亿美元, 上调幅度 5%/5%, 预计短期电商业务利润率显著回升, 上调公司 2024-2025 年利润预测至 6.38/9.81 亿美元, 上调幅度 4%/7%。

目前公司对应 2024 年 PE 48x, PS 2x, 给予数字娱乐对应 24 年 15xPE (此前给予 23 年 5xPE, 上调原因为游戏流水出现企稳趋势, 预计利润降幅收窄), 电商 40-42xPE (此前给予 23 年 25-30xPE, 提升原因是电商业务竞争趋缓, 低基数下

预计盈利能力快速增长），数字金融 25xPE（维持不变），目标价 59-60 美元，上调 16%/7%，上涨空间 9%-11%。

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)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2811	6633	7296	8026	营业收入	13064	15453	17134	18680
应收款项	2415	1397	1549	1689	营业成本	7230	8987	9808	10247
存货净额	125	126	138	144	研发费用	1164	1391	1371	1494
其他流动资产	1410	2318	2570	2802	销售及管理费用	3914	4524	5006	5589
流动资产合计	11774	15737	17079	18463	其他营业利润	221	221	221	221
固定资产	1208	1610	1978	2312	商誉减值	(118)	0	0	1
无形资产及其他	1180	1550	1951	2387	营业利润	859	772	1170	1572
投资性房地产	439	439	439	439	财务费用	329	6	23	23
长期股权投资	4283	4283	4333	4384	投资损益	0	0	0	0
资产总计	18883	23619	25780	27985	其他损益净额	(126)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	298	2671	2917	3140	税前利润	425	778	1193	1595
应付款项	566	613	603	569	所得税费用	263	(132)	203	271
其他流动负债	7304	8672	9432	10114	权益性投资损益	(7)	(7)	(7)	(7)
流动负债合计	8169	11957	12952	13822	少数股东损益	12	6	10	9
长期借款及应付债券	3069	3069	3069	3069	归属于母公司净利润	163	638	981	1313
其他长期负债	948	1263	1458	1488					
长期负债合计	4017	4333	4527	4557	现金流量表(百万元)				
负债合计	12186	16289	17479	18379	净利润	163	638	981	1313
少数股东权益	104	98	88	79	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	6594	7232	8213	9526	折旧摊销	(428)	(222)	(271)	(321)
负债和股东权益总计	18883	23619	25780	27985	公允价值变动损失	(118)	0	0	1
					财务费用	(329)	(6)	(23)	(23)
关键财务与估值指标					营运资本变动	834	1840	529	299
EPS	0.29	1.13	1.74	2.32	其它	1629	437	532	632
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	2080	2694	1772	1923
每股净资产	11.68	12.81	14.54	16.87	资本开支	(225)	(994)	(1040)	(1090)
ROIC	5%	17%	20%	22%	其它投资现金流	(2094)	(251)	(263)	(276)
ROE	2%	9%	12%	14%	投资活动现金流	(5804)	(1245)	(1354)	(1417)
毛利率	45%	42%	43%	45%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	5%	7%	8%	负债净变化	(270)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	6%	8%	10%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	5%	18%	11%	9%	其它融资现金流	905	2373	245	223
净利润增长率	—	292%	54%	34%	融资活动现金流	366	2373	245	223
资产负债率	65%	69%	68%	66%	现金净变动	(3219)	3822	663	730
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	6030	2811	6633	7296
P/E	187.1	47.7	31.0	23.2	货币资金的期末余额	2811	6633	7296	8026
P/B	4.6	4.2	3.7	3.2	企业自由现金流	1744	1692	705	807
EV/EBITDA	33.1	47.0	33.2	25.8	权益自由现金流	2491	4072	976	1056

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