

Sea (SE.N)

强烈推荐 (维持)

2024Q2 财报点评：电商增长及减亏超预期，上调全年指引

SEA 发布 2024Q2 业绩，本季度实现营业收入 38 亿美元，同比+23%，经调整 EBITDA 4.5 亿美元，同比-12.1%，高于市场预期。电商业务加大用户投入、Shopee 增势向好，优化广告工具 TR 提升有望带动盈利改善，上调全年 GMV 及利润指引；游戏业务 Free Fire 强劲表现驱动预售收入快速恢复，看好三大业务稳固竞争力及增长潜力，维持“强烈推荐”评级。

- **Shopee GMV 收入增长及减亏超预期，上调全年指引。**24Q2 Shopee 实现 GMV 233 亿美元，同比+29.1%，高于一致预期的+24.7%，主要源于单量实现同比+40%的高速增长。本季度电商 GMV 增长超预期主要源于公司加大用户投入、提高对用户的服务质量：1) 物流履约方面，Shopee Express 专属送货服务持续提升交付速度，截至 Q2，亚洲市场超过 70%的 SPX 订单在下单后三天内送达，同时基于物流中心扩建的规模效应，单笔订单成本同比下降 8%；2) 退货方面，Shopee 在亚洲市场推出买家 15 天无条件退货服务，并基于技术改进提高退货退款预见性及效率，Q2 亚洲市场超过一半的退货退款得以一天内解决，有效提高用户购频及粘性，驱动 GMV 高速增长。
- **广告 TR 提升改善盈利，Shopee Q3 有望实现 EBITDA 转正。**Q2 电商业务收入 28 亿美元，同比+33.7%，高于一致预期的+24%，其中核心市场收入（广告+佣金）为 18 亿美元，同比+41.4%，Take rate 为 7.7%，同比提升 1.1pct；增值服务收入为 7.2 亿美元，同比+15.5%。目前 Shopee 广告 TR 仍低于行业内更成熟玩家平均水平，增长潜力大，公司采用多种措施提高广告收入：1) 改进技术优化广告竞价算法，以帮助卖家获得更高的回报，截至目前广告付费的卖家数量同比增长超过 20%；2) 在亚洲市场推出直播广告并在印尼获得较好反响，6 月约 25%的活跃主播为直播广告付费，有效提高广告收费。基于广告 TR 的良好增长趋势，公司预计 2024Q3 Shopee 有望实现 EBITDA 转正。
- **数字娱乐：预售收入快速增长，用户数及货币化指标全面改善。**Q2 数字娱乐业务实现 GAAP 收入 4.4 亿美元，同比-17.7%，预售收入同比+21.1%，季度活跃用户 6.48 亿/+19%，付费用户比例 8.1%/+0.2pct；人均预订收入 0.83 美元/+2.5%。本季度游戏业务在 Free Fire 强劲表现驱动下增势向好，据 Sensor Tower，Free Fire 是第二季度全球下载次数最多的手机游戏，同时游戏内容创新及体验改善带动用户留存率及支付比率改善，公司也不断探索使用 AI 工具提升成本效益及创造更优游戏体验，全年来看 Free Fire 有望保持强劲增长势头。
- **数字金融：业务健康状况良好，盈利能力持续提升。**Q2 Sea Money 实现收入 5.2 亿美元，同比+21.4%，主要源自消费者和中小企业信贷业务的增长，同时业务风险状况保持健康稳定，逾期 90 天以上不良贷款仅占消费者和中小企业账面贷款额的 1.3%。利润端，经调整 EBITDA 1.65 亿美元，同比+20.2%，高于一致预期的+14.2%，盈利能力持续改善。
- **投资建议：**看好三大业务稳固竞争力及增长潜力，预计 2024-2026 年经调整 EBITDA 分别为 16.1/21.8/27.7 亿美元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济风险；行业竞争加剧；游戏政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万美元)	12450	13064	15840	18550	20978
同比增长	25%	5%	21%	17%	13%
调整后 EBITDA(百万)	-878	1179	1608	2177	2765
同比增长	48%	-	36%	35%	27%
每股收益(美元)	-2.92	0.78	1.22	1.99	2.09
P/E(倍)	-22.9	85.6	54.8	33.6	31.9
P/B(倍)	6.6	5.7	5.2	4.6	4.2

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业
当前股价：

基础数据

总股本 (万股)	121055
海外股 (万股)	0
总市值 (亿美元)	223
海外股市值 (亿美元)	0
每股净资产 (美元)	11.27
ROE (TTM)	-2.33
资产负债率	19.1%
主要股东	Softbank Vision Fund
主要股东持股比例	20.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.6	15.0	84.0
相对表现	-11.6	8.2	81.8

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《Sea (SE) 23Q4 及 2023 全年财报点评—收入增长超预期，电商市场份额持续扩张》2024-03-10
- 2、《Sea (SE) —电商业务货币化加速，减亏成效显著》2022-11-20
- 3、《Sea (SE) —东南亚消费互联网巨头，电商业务发展空间仍广》2022-09-08

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	15055	16134	18483	20948	23320
现金及现金等	8302	9176	10559	12085	13612
交易性金融资	0	0	0	0	0
其他短期投资	2412	2412	2412	2412	2412
应收账款及票	486	510	618	724	818
其它应收款	1773	1861	2256	2642	2988
存货	141	140	169	194	220
其他流动资产	1940	2036	2469	2891	3270
非流动资产	3303	3120	3014	2953	2918
长期投资	1082	1082	1082	1082	1082
固定资产	713	530	424	363	327
无形资产	1242	1242	1242	1242	1242
其他	267	267	267	267	267
资产总计	18358	19255	21497	23901	26238
流动负债	8448	8408	10095	11580	13072
应付账款	256	255	307	353	399
应交税金	181	181	181	181	181
短期借款	0	0	0	0	0
其他	8010	7972	9606	11046	12491
长期负债	4155	4155	4155	4155	4155
长期借款	3476	3476	3476	3476	3476
其他	679	679	679	679	679
负债合计	12603	12563	14250	15735	17227
股本	0	0	0	0	0
储备	7398	5736	6673	7230	8149
少数股东权益	19	18	18	17	16
归属于母公司所	5736	6673	7230	8150	8995
负债及权益合计	18358	19255	21497	23901	26238

现金流量表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(249)	150	1153	1281	1414
净利润	(1651)	441	689	1127	1183
折旧与摊销	467	333	255	211	185
营运资本变动	506	(246)	721	546	648
其他非现金调	430	(378)	(512)	(602)	(602)
投资活动现金流	(540)	249	382	471	471
资本性支出	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产	1	1	1	1	1
投资增减	0	0	0	0	0
其它	(391)	398	532	621	621
筹资活动现金流	(157)	475	(152)	(227)	(358)
债务增减	(100)	0	0	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	11	(495)	132	207	338
其它筹资	(45)	(21)	(20)	(20)	(20)
其它调整	(22)	991	(265)	(414)	(676)
现金净增加额	(945)	873	1383	1526	1527

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	12450	13064	15840	18550	20978
主营收入	12450	13064	15840	18550	20978
营业成本	7264	7230	8712	10017	11328
毛利	5185	5834	7128	8533	9650
营业支出	6438	5078	7041	8155	9223
营业利润	(1253)	756	87	378	427
利息支出	45	21	20	20	20
利息收入	116	184	120	120	120
权益性投资损	11	(7)	0	0	0
其他非经营性	(517)	221	412	501	501
非经常项目损	200	0	0	0	0
除税前利润	(1489)	1133	599	979	1028
所得税	168	692	(90)	(147)	(154)
少数股东损益	(6)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属普通股股东净	(1651)	441	689	1127	1183
EPS (元)	(2.92)	0.78	1.22	1.99	2.09

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	25%	5%	21%	17%	13%
营业利润	-33%	-160%	-88%	334%	13%
净利润	-19%	-127%	56%	63%	5%
获利能力					
毛利率	41.6%	44.7%	45.0%	46.0%	46.0%
净利率	-13.3%	3.4%	4.4%	6.1%	5.6%
ROE	-28.8%	6.6%	9.5%	13.8%	13.2%
ROIC	-19.8%	4.5%	6.6%	9.9%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	68.6%	65.2%	66.3%	65.8%	65.7%
净负债比率	18.9%	18.1%	16.2%	14.5%	13.2%
流动比率	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	56.2	51.4	56.4	55.2	54.7
应收帐款周转率	6.1	5.6	6.0	5.9	5.8
应付帐款周转率	30.9	28.3	31.0	30.3	30.1
每股资料 (美元)					
每股收益	-2.92	0.78	1.22	1.99	2.09
每股经营现金	-0.44	0.27	2.04	2.27	2.50
每股净资产	10.15	11.81	12.80	14.42	15.92
每股股利	-0.88	0.23	0.37	0.60	0.63
估值比率					
PE	-22.9	85.6	54.8	33.6	31.9
PB	6.6	5.7	5.2	4.6	4.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。