

SEA (SE.N)

2024Q2 点评：电商业务持续减亏，游戏流水增速提升

优于大市

核心观点

电商业务带动收入利润表现亮眼。收入端看，2024Q2 公司收入 38 亿美元，同比增长 23%，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，本季度公司实现净利润 8000 万美元，净利率 2%。电商/游戏/数字金融业务 2024Q2 经调整 EBITDA 利润率分别为-0.3%/70%/32%（去年同期分别为 7%/45%/32%，2024Q1 分别为-1%/64%/30%）。

电商业务：东南亚电商竞争趋缓，GMV 同比+29%，环比持续减亏。本季度电商业务营收 28 亿美元，同比+34%，收入增速环比提升，我们认为主要与东南亚电商竞争放缓有关，其中核心市场收入增速 41%，物流相关增值收入增速+16%；本季度电商经调整 EBITDA 为-900 万美元，经调 EBITDA 利润率-0.3%，亏损环比持续收窄。

游戏业务：游戏利润率大幅提升，流水增速提升。本季度公司游戏业务实现收入 4.4 亿美元，同比减少 18%；经调整 EBITDA 3 亿美元，同比+26%；游戏流水 5.4 亿美元，同比增加约 21%，主要受 Free Fire 表现强劲驱动。季度活跃用户 6.5 亿，同比+19%；季度付费用户约 5250 万，同比增加 22%，环比显著提升。付费率同比从 7.9% 提升至 8.1%，ARPPU 同比-1%。

数字金融：收入和利润稳健增长，不良率环比下降。2024Q2，公司数字金融业务实现收入 5.2 亿美元，同比增长 21%，主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 1.7 亿美元，利润率 32%（与去年同期持平）。根据公司公告和业绩会议，截至 2024 年 3 月 31 日，应收贷款总额为 35 亿美元，同比+29%；逾期 90 天以上的不良贷款率 1.3%，环比降低 0.1pct。

投资建议：维持“优于大市”评级。短期看东南亚竞争格局相对缓和，各电商平台持续改善 UE 以及货币化率水平，TEMU 在东南亚低价优势被削弱（当地制造及仓储成本低于中国），Shopee 仍可保持较快增长，长期竞争仍待观察，我们调整公司 2024-2026 年收入预测至 155/173/195 亿元，调整幅度为 0%/1%/4%，主要反映对于游戏和电商业务收入转好的预期；调整盈利预测至 4/10/17 亿元，调整幅度为-34%/-3%/27%，主要反映短期由亏转盈仍需时间，长期看好公司电商/游戏/金融业务盈利释放潜力。目前公司对应 2025 年 PE 45x，PS 2.5x，维持目标价 86-88 美元，上涨空间 15%-18%。

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	15,489	17,308	19,501
(+/-%)	25.1%	4.9%	18.6%	11.7%	12.7%
归母净利润(百万美元)	-1,658	163	418	974	1,667
(+/-%)	19%	—	157%	133%	71%
EPS (美元)	-2.89	0.28	0.73	1.70	2.90
EBIT Margin	-7.8%	6.6%	2.3%	5.9%	10.1%
净资产收益率 (ROE)	-29.0%	2.5%	6.0%	12.2%	17.3%
市盈率 (PE)	-25.9	264.3	102.8	44.1	25.8
EV/EBITDA	-78.0	42.9	103.2	46.8	26.7
市净率 (PB)	7.52	6.52	6.13	5.38	4.45

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	优于大市(维持)
合理估值	86.00 - 88.00 美元
收盘价	74.85 美元
总市值/流通市值	430/396 亿美元
52 周最高价/最低价	76.60/34.35 美元
近 3 个月日均成交额	337.14 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

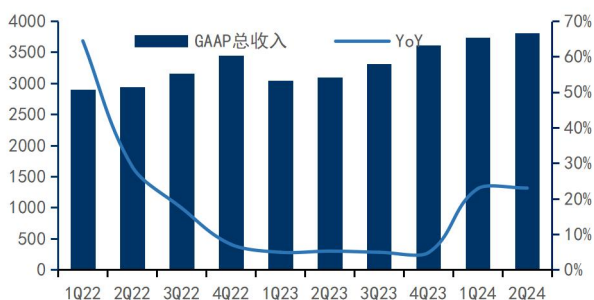
- 《SEA (SE.N) - 2024Q1 点评：东南亚电商竞争趋缓，带动公司收入利润表现亮眼》——2024-05-16
- 《SEA (SE.N) - 2023Q4 点评：电商业务短期竞争格局改善，收入利润表现亮眼》——2024-03-07
- 《SEA (SE.N) - 23Q3 点评：电商投入加大致短期转亏，金融持续强势增长》——2023-11-23
- 《SEA (SE.N) - 23Q2 点评：收入增速承压，持续投入电商业务维持市场地位》——2023-08-18
- 《SEA (SE.N) - 电商与数字金融收入利润亮眼，关注公司长期成长》——2023-05-24

总览：电商业业务带动整体收入利润表现亮眼

收入端看，2024Q2 公司收入 38 亿美元，同比增长 23%，增长主要来自电商业业务和数字金融业务，部分被游戏业务下滑抵消。

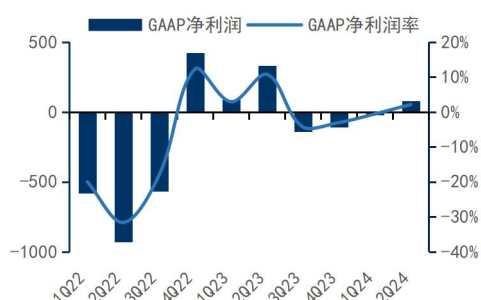
利润端看，本季度公司实现净利润 8000 万美元，净利率 2%。电商/游戏/数字金融业务 2024Q2 经调整 EBITDA 利润率分别为-0.3%/70%/32%（去年同期分别为 7%/45%/32%，2024Q1 分别为-1%/64%/30%）。

图1：公司季度营业收入及增速（百万美元、%）



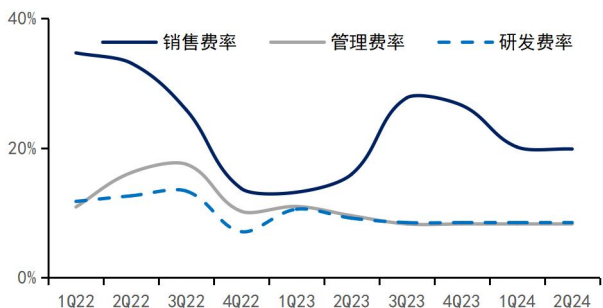
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及净利率（百万美元、%）



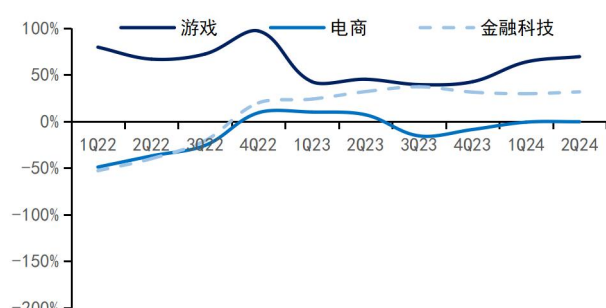
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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（%）

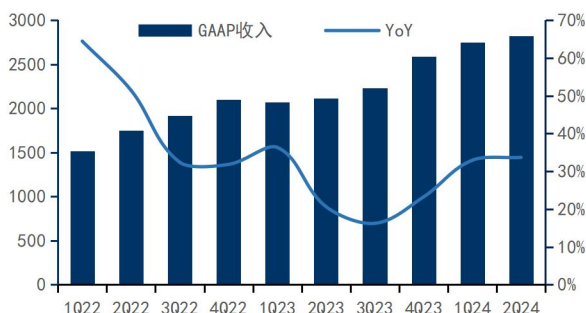


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电商业业务：东南亚电商竞争趋缓，GMV 同比+29%，环比持续减亏

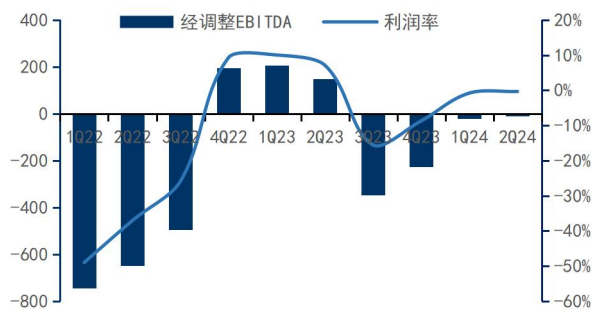
本季度电商业业务营收 28 亿美元，同比+34%，收入增速环比提升，我们认为主要与东南亚电商竞争放缓有关，其中核心市场收入增速 41%，物流相关增值收入增速+16%；本季度电商经调整 EBITDA 为-900 万美元，经调 EBITDA 利润率-0.3%，亏损环比持续收窄。分地区看，亚洲市场经调整 EBITDA 从 Q1 1150 万美元收窄至 380 万美元，其他市场亏损从 Q4 -0.3 亿美元缩窄至-0.13 亿美元，本季度巴西 UE 由亏转盈，单均盈利 0.09 美元。值得一提的是，公司上调全年 GMV 增速指引至 25%左右，预计下半年 GMV 增速维持在接近 20%的水平。

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, %)

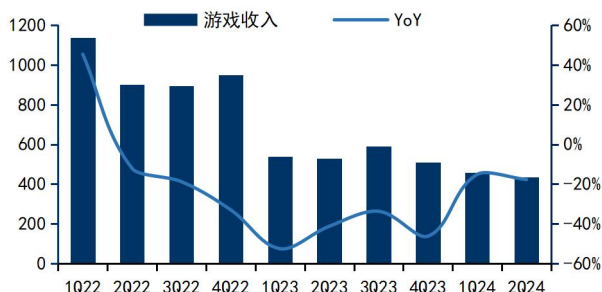


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

游戏业务: 游戏利润率大幅提升, 流水增速持续提升

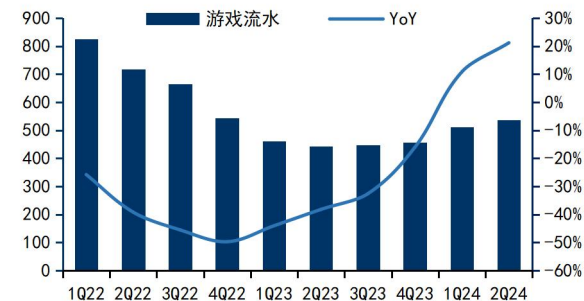
本季度公司游戏业务实现收入 4.4 亿美元, 同比减少 18%; 经调整 EBITDA 3 亿美元, 同比+26%; 游戏流水 5.4 亿美元, 同比增加约 21%, 主要受 Free Fire 表现强劲驱动。季度活跃用户 6.5 亿, 同比+19%; 季度付费用户约 5250 万, 同比增加 22%, 环比显著提升。付费率同比从 7.9% 提升至 8.1%, ARPPU 同比-1%。

图7: 公司游戏业务收入及增速 (百万美元, %)



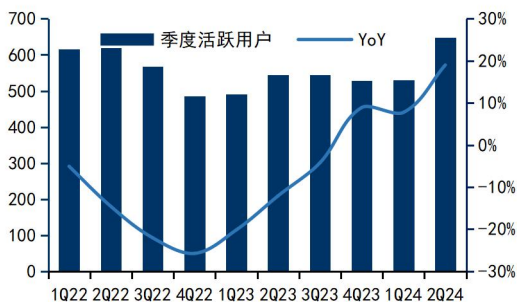
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司游戏业务流水及增速 (百万美元, %)



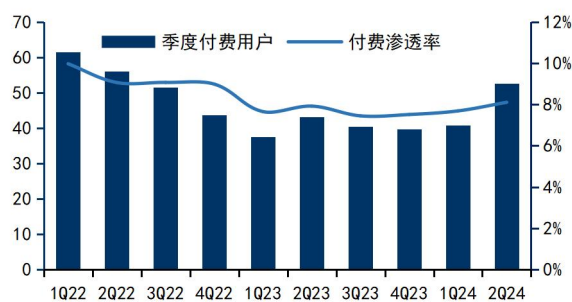
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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、%)

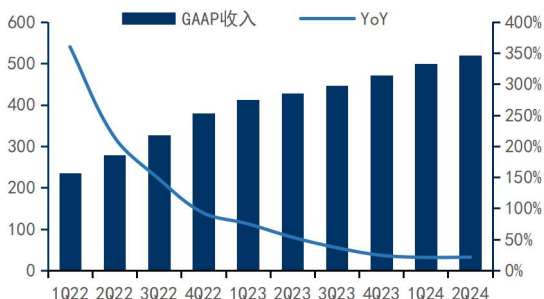


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

数字金融: 收入和利润稳健增长, 不良率环比下降

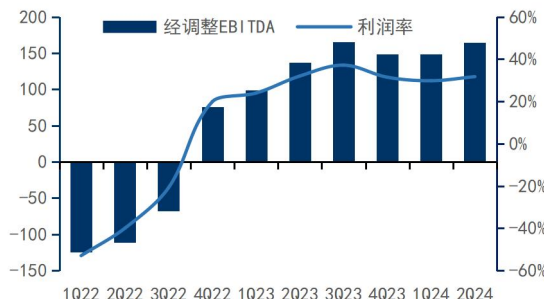
2024Q2, 公司数字金融业务实现收入 5.2 亿美元, 同比增长 21%, 主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 1.7 亿美元, 利润率 32% (与去年同期持平)。根据公司公告和业绩会议, 截至 2024 年 3 月 31 日, 应收贷款总额为 35 亿美元, 同比+29%; 逾期 90 天以上的不良贷款率 1.3%, 环比降低 0.1pct。

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“优于大市”评级

短期看东南亚竞争格局相对缓和, 各电商平台持续改善 UE 以及货币化率水平, TEMU 在东南亚低价优势被削弱 (当地制造及仓储成本低于中国), Shopee 仍可保持较快增长, 长期竞争仍待观察, 我们调整公司 2024-2026 年收入预测至 155/173/195 亿元, 调整幅度为 0%/1%/4%, 主要反映对于游戏和电商业务收入转好的预期; 调整盈利预测至 4/10/17 亿元, 调整幅度为 -34%/-3%/27%, 主要反映短期由亏转盈仍需时间, 长期看好公司电商/游戏/金融业务盈利释放潜力。目前公司对应 2025 年 PE 45x, PS 2.5x, 维持目标价 86-88 美元, 上涨空间 15%-18%。

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	15489	17308	19501
应收款项	2415	1400	1565	1763	营业成本	7230	9146	10161	11258
存货净额	125	128	142	158	研发费用	1164	1239	1212	1170
其他流动资产	1410	2323	2596	2925	销售及管理费用	3914	4973	5136	5316
流动资产合计	11774	15748	17126	18674	其他营业利润	221	221	221	221
固定资产	1208	1693	2140	2547	商誉减值	(118)	0	0	0
无形资产及其他	1180	1550	1951	2387	营业利润	859	353	1020	1979
投资性房地产	439	439	439	439	财务费用	329	120	136	43
长期股权投资	4283	4283	4333	4383	投资损益	0	0	0	0
资产总计	18883	23713	25989	28430	其他损益净额	(126)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	298	2711	3139	3156	税前利润	425	473	1156	2021
应付款项	566	623	625	624	所得税费用	263	(47)	173	344
其他流动负债	7304	8936	9623	10359	权益性投资损益	(7)	(7)	(7)	(7)
流动负债合计	8169	12271	13387	14140	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	418	974	1667
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	16603	17915	18697	净利润	163	418	974	1667
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	7012	7986	9654	折旧摊销	(428)	(225)	(280)	(336)
负债和股东权益总计	18883	23713	25989	28430	公允价值变动损失	(118)	0	0	0
					财务费用	(329)	(120)	(136)	(43)
关键财务与估值指标					营运资本变动	834	2104	432	222
EPS	0.28	0.73	1.70	2.90	其它	1629	443	550	663
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	2080	2740	1676	2217
每股净资产	11.48	12.21	13.91	16.81	资本开支	(225)	(1081)	(1127)	(1178)
ROIC	5%	4%	17%	29%	其它投资现金流	(2094)	(251)	(263)	(276)
ROE	2%	6%	12%	17%	投资活动现金流	(5804)	(1331)	(1441)	(1505)
毛利率	45%	41%	41%	42%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	2%	6%	10%	负债净变化	(270)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	4%	8%	12%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	5%	19%	12%	13%	其它融资现金流	905	2413	428	17
净利润增长率	—	157%	133%	71%	融资活动现金流	366	2413	428	17
资产负债率	65%	70%	69%	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	264.3	102.8	44.1	25.8	货币资金的期末余额	2811	6633	7296	8026
P/B	6.5	6.1	5.4	4.5	企业自由现金流	1744	1528	392	988
EV/EBITDA	42.9	103.2	46.8	26.7	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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