

## Sea (SE.N)

## 强烈推荐 (维持)

## 24Q3 财报点评:收入及利润持续超预期,广告变现能力稳步提升

SEA 发布 2024Q3 业绩,本季度实现营业收入 43 亿美元,同比+31%,经调整 EBITDA 5.2 亿美元,均高于市场预期。电商业务格局向好增速持续超预期,广告变现能力提升带动盈利改善,巴西市场首次实现盈利;游戏业务 Free Fire 预订量维持快速增长、用户关键指标持续改善,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 增长持续超预期,全年有望实现达成增速指引。24Q3 Shopee 实现 GMV 251 亿美元,同比+25%,高于彭博一致预期的+22%,订单量同比增长 24%。本季度 Shopee 用户增长势头仍强劲,月活跃买家同比增长超过 20%,公司在价格竞争力、服务质量、内容生态方面持续深化竞争力,其中物流履约方面,Q3 亚洲一半的 SPX 物流订单可实现下单后 2 日送达,平均订单成本也环比持续改善;内容生态方面也取得进展,Q3 Shopee 平均每日独立主播数量同比增长超过 50%、每日直播买家数量同比增长超过 15%。全年来看 Shopee GMV 有望实现 25%左右的同比增速。

□广告变现能力继续提升,Shopee Q3 亚洲及巴西市场均实现盈利转正。Q3 电商业务收入 32 亿美元,同比+43%,高于彭博一致预期的+34%,其中核心市场收入(广告+佣金)为 20 亿美元,同比+49%,增值服务收入为 7.7 亿美元,同比+29%。本季度东南亚市场得益于广告流量分配算法的进一步改进以及卖家投放广告流程的进一步简化,Q3 广告付费卖家数量同比增长超过 10%、单个卖家付费同比增长超过 25%,Shopee 广告货币化率提升 0.3pct+。此外,本季度 Shopee 首次在巴西市场实现调整后 EBITDA 盈亏平衡,公司未来将继续提升在优势市场的渗透率,看好电商业务收入及盈利增长潜力。

□数字娱乐:预订量保持强劲增长,用户数及货币化指标持续改善。Q3 数字娱乐业务实现收入 4.98 亿美元,同比-15.9%,预订量同比+24.3%,季度活跃用户 6.3 亿/+15.5%,付费用户比例 8.0%/+0.5pct;人均预订收入 0.89 美元/+8.5%,调整后 EBITDA 同比+34.4%。三季度 Free Fire 用户指标仍保持强劲表现,DAU 保持 1 亿+,本季度 SensorTower 再次将 Free Fire 评为全球下载次数最多的手机游戏,除亚洲外 Free Fire 也在北非等其他地区获得显著增长,全年有望保持强劲增长。

□数字金融:业务健康状况良好,盈利持续超预期。Q3 Sea Money 实现收入 6.2 亿美元,同比+38%,主要受信贷业务的高需求量驱动,三季度贷款规模同比增长超过 70%。利润端,经调整 EBITDA 1.88 亿美元,同比+13.4%,高于彭博一致预期的+2.3%,盈利能力持续增强。

□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 17.8/23.8/30.0 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	1782	2382	3004
同比增长	48%	-	51%	34%	26%
每股收益(美元)	-2.92	0.78	1.58	2.41	2.57
P/E(倍)	-36.8	137.8	68.3	44.6	41.9
P/B(倍)	10.6	9.1	8.2	7.1	6.4

资料来源:公司数据、招商证券

消费品/商业  
当前股价: 107.65 美元

## 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	8.4	62.5	133.9
相对表现	15.1	57.8	119.4

资料来源:公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《Sea (SE) 2024Q2 财报点评:电商增长及减亏超预期,上调全年指引》2024-08-14
- 《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
- 《Sea (SE) —电商业务货币化加速,减亏成效显著》2022-11-20

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
<b>流动资产</b>	15055	16134	18684	21324	23891
现金及现金等价物	8302	9176	10760	12461	14183
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	2412	2412	2412	2412	2412
应收账款及票据	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>18358</b>	<b>19255</b>	<b>21698</b>	<b>24277</b>	<b>26809</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	4155	4155	4155	4155	4155
长期借款	3476	3476	3476	3476	3476
其他	679	679	679	679	679
<b>负债合计</b>	<b>12603</b>	<b>12563</b>	<b>14250</b>	<b>15735</b>	<b>17227</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	7398	5736	6673	7431	8526
少数股东权益	19	18	17	16	15
归属于母公司所有者权益	5736	6673	7431	8526	9567
<b>负债及权益合计</b>	<b>18358</b>	<b>19255</b>	<b>21698</b>	<b>24277</b>	<b>26809</b>

现金流量表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	(249)	150	1354	1516	1680
<b>净利润</b>	<b>(1651)</b>	<b>441</b>	<b>890</b>	<b>1362</b>	<b>1450</b>
折旧与摊销	467	333	255	211	185
营运资本变动	506	(246)	721	546	648
其他非现金调整	430	(378)	(513)	(602)	(602)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(540)</b>	<b>249</b>	<b>382</b>	<b>471</b>	<b>471</b>
资本性支出	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产收到的现金	1	1	1	1	1
投资增减	0	0	0	0	0
其它	(391)	398	532	621	621
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(157)</b>	<b>475</b>	<b>(152)</b>	<b>(287)</b>	<b>(429)</b>
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	267	409
其它筹资	(45)	(21)	(20)	(20)	(20)
其它调整	(22)	991	(265)	(534)	(817)
<b>现金净增加额</b>	<b>(945)</b>	<b>873</b>	<b>1584</b>	<b>1701</b>	<b>1723</b>

利润表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总营业收入</b>	<b>12450</b>	<b>13064</b>	<b>15840</b>	<b>18550</b>	<b>20978</b>
<b>主营收入</b>	<b>12450</b>	<b>13064</b>	<b>15840</b>	<b>18550</b>	<b>20978</b>
<b>营业成本</b>	<b>7264</b>	<b>7230</b>	<b>8712</b>	<b>10017</b>	<b>11328</b>
<b>毛利</b>	<b>5185</b>	<b>5834</b>	<b>7128</b>	<b>8533</b>	<b>9650</b>
<b>营业支出</b>	<b>6438</b>	<b>5078</b>	<b>6866</b>	<b>7951</b>	<b>8991</b>
<b>营业利润</b>	<b>(1253)</b>	<b>756</b>	<b>262</b>	<b>583</b>	<b>659</b>
<b>利息支出</b>	<b>45</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>利息收入</b>	<b>116</b>	<b>184</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>
<b>权益性投资损益</b>	<b>11</b>	<b>(7)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他非经营性损益</b>	<b>(517)</b>	<b>221</b>	<b>412</b>	<b>501</b>	<b>501</b>
<b>非经常项目损益</b>	<b>200</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>除税前利润</b>	<b>(1489)</b>	<b>1133</b>	<b>773</b>	<b>1184</b>	<b>1260</b>
<b>所得税</b>	<b>168</b>	<b>692</b>	<b>(116)</b>	<b>(178)</b>	<b>(189)</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>(6)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>(1651)</b>	<b>441</b>	<b>890</b>	<b>1362</b>	<b>1450</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>(2.92)</b>	<b>0.78</b>	<b>1.58</b>	<b>2.41</b>	<b>2.57</b>

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
<b>营业收入</b>	25%	5%	21%	17%	13%
<b>营业利润</b>	-33%	-160%	-65%	123%	13%
<b>净利润</b>	-19%	-127%	102%	53%	6%
<b>获利能力</b>					
<b>毛利率</b>	41.6%	44.7%	45.0%	46.0%	46.0%
<b>净利率</b>	-13.3%	3.4%	5.6%	7.3%	6.9%
<b>ROE</b>	-28.8%	6.6%	12.0%	16.0%	15.2%
<b>ROIC</b>	-19.8%	4.5%	8.4%	11.5%	11.3%
<b>偿债能力</b>					
<b>资产负债率</b>	68.6%	65.2%	65.7%	64.8%	64.3%
<b>净负债比率</b>	18.9%	18.1%	16.0%	14.3%	13.0%
<b>流动比率</b>	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8
<b>速动比率</b>	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8
<b>营运能力</b>					
<b>资产周转率</b>	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
<b>存货周转率</b>	56.2	51.4	56.4	55.2	54.7
<b>应收帐款周转率</b>	6.1	5.6	6.0	5.9	5.8
<b>应付帐款周转率</b>	30.9	28.3	31.0	30.3	30.1
<b>每股资料 (美元)</b>					
<b>每股收益</b>	-2.92	0.78	1.58	2.41	2.57
<b>每股经营现金</b>	-0.44	0.27	2.40	2.68	2.97
<b>每股净资产</b>	10.15	11.81	13.15	15.09	16.93
<b>每股股利</b>	-0.88	0.23	0.47	0.72	0.77
<b>估值比率</b>					
<b>PE</b>	-36.8	137.8	68.3	44.6	41.9
<b>PB</b>	10.6	9.1	8.2	7.1	6.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。