

# SEA (SE.N)

优于大市

## 2024Q4 点评：收入利润表现亮眼，电商持续快速增长

### 核心观点

**电商业务带动收入利润表现亮眼。**收入端看，2024Q4 公司收入 50 亿美元，同比增长 37%，增长主要来自电商业务和数字金融业务。利润端看，本季度公司实现净利润 2.4 亿美元，净利率 5%。电商/游戏/数字金融业务 2024Q4 经调整 EBITDA 利润率分别为 4%/56%/29%（去年同期分别为 -9%/43%/31%，2024Q3 分别为 1%/63%/31%）。

**电商业务：GMV 同比+24%，变现率持续提升。**本季度电商业务营收 37 亿美元，同比+41%，我们认为主要与 GMV 较快增长、货币化率持续提升有关，24Q4 GMV yoy+24%左右，平台货币化率从去年同期 9.8%提升至 11.2%，主要来自广告货币化率拉动；本季度电商经调整 EBITDA 为 1.5 亿美元，经调 EBITDA 利润率 4.2%，利润率同环比显著提升，亚洲市场和其他市场经调整 EBITDA 均为正。公司指引 2025 年电商业务 GMV 增速约 20%，盈利能力将持续提升。

**数字金融：收入和利润稳健增长，不良率环比持平。**2024Q4，公司数字金融业务实现收入 7.3 亿美元，同比增长 55%，主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 2.1 亿美元，利润率 29%（去年同期 31%）。根据公司公告和业绩会议，截至 2024 年 12 月 31 日，应收贷款总额为 51 亿美元，同比+64%；逾期 90 天以上的不良贷款率 1.2%，环比持平。

**投资建议：维持“优于大市”评级。**东南亚竞争格局持续缓和，各电商平台持续改善 UE 以及货币化率水平，Shopee 保持较快增长，我们调整公司 2025-2026 年收入预测至 202/235 亿元，调整幅度为 6%/9%，新增 2027 年收入预测 271 亿元，主要反映对于电商业务收入转好的预期；调整盈利预测至 15/23 亿元，调整幅度为+21%/+24%，新增 2027 年盈利预测 29 亿元，主要反映短期由亏转盈表现良好，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 53x，PS 3.8x，给予电商业务对应 2025 年 40-42xPE，数字金融对应 2025 年 25xPE，数字娱乐对应 2025 年 10xPE，调整目标价至 150-154 美元，上涨空间 13%-16%。

**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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	13,064	16,820	20,152	23,467	27,144
(+/-%)	4.9%	28.8%	19.8%	16.4%	15.7%
归母净利润(百万美元)	163	486	1,456	2,306	2,893
(+/-%)	—	199%	199%	58%	25%
EPS (美元)	0.28	0.85	2.54	4.02	5.04
EBIT Margin	-1.1%	13.7%	9.2%	13.7%	14.9%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	5.8%	14.8%	19.0%	19.2%
市盈率 (PE)	467.1	156.3	52.2	32.9	26.3
EV/EBITDA	665.5	32.9	46.2	27.6	22.3
市净率 (PB)	11.52	9.08	7.73	6.26	5.06

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

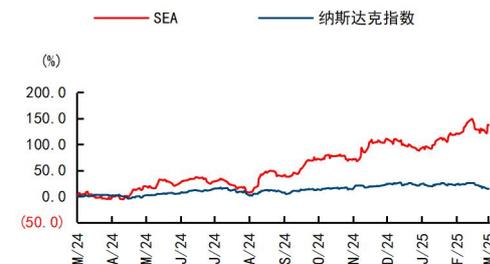
#### 互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：王颖婕  
0755-81982651 0755-81983057  
zhanglunke@guosen.com.cn wangyingjie1@guosen.com.cn  
S0980521120004 S0980525020001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	150.00 - 154.00 美元
收盘价	132.31 美元
总市值/流通市值	759.91/699.67 亿美元
52 周最高价/最低价	139.18/51.7 美元
近 3 个月日均成交额	423.46 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) -2024Q3 点评：收入利润表现亮眼，电商利润转正》——2024-11-13
- 《SEA (SE.N) -2024Q2 点评：电商业务持续减亏，游戏流水增速提升》——2024-08-16
- 《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

## 总览：整体收入利润表现亮眼

收入端看，2024Q4 公司收入 50 亿美元，同比增长 37%，增长主要来自电商业务和数字金融业务。

利润端看，本季度公司实现净利润 2.4 美元，净利率 5%。电商/游戏/数字金融业务 2024Q4 经调整 EBITDA 利润率分别为 4%/56%/29%（去年同期分别为 -9%/43%/31%，2024Q3 分别为 1%/63%/31%）。

图1：公司季度营业收入及增速（百万美元、%）



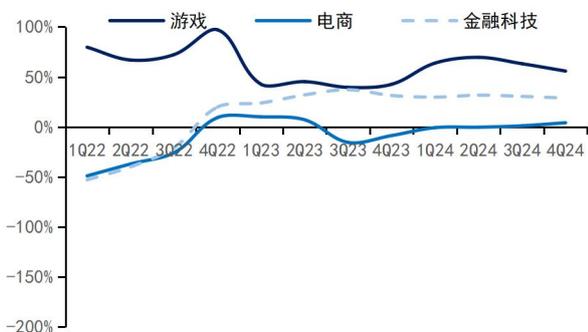
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及净利率（百万美元、%）



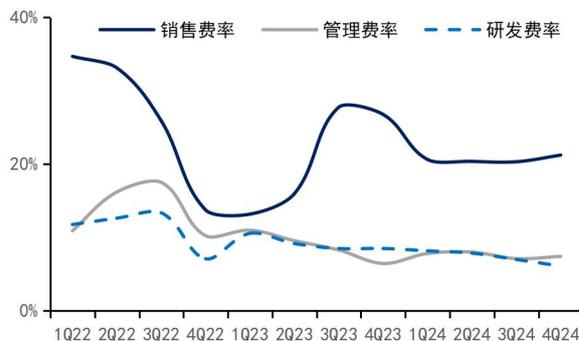
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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（%）

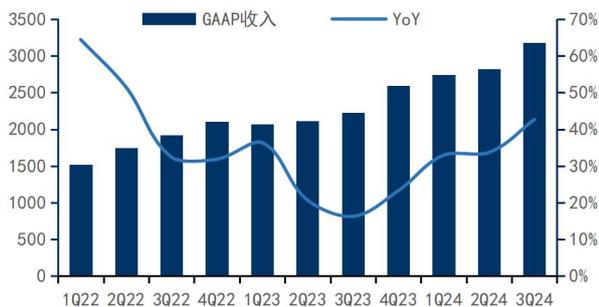


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 电商业务：GMV 同比+24%，变现率持续提升

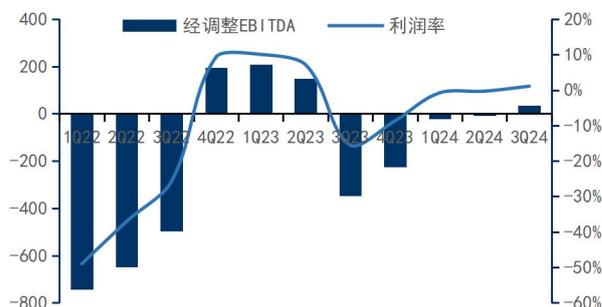
本季度电商业务营收 37 亿美元，同比+41%，收入增速环比基本持平，我们认为主要与 GMV 较快增长、货币化率持续提升有关，其中核心市场收入增速 50%，物流相关增值收入增速+21%，24Q4 GMV yoy+24%左右，平台货币化率从去年同期 9.8% 提升至 11.2%，主要来自广告货币化率拉动；本季度电商经调整 EBITDA 为 1.5 亿美元，经调 EBITDA 利润率 4.2%，利润率同环比显著提升，主要与竞争趋缓补贴减少有关。分地区看，亚洲市场和其他市场经调整 EBITDA 均为正。公司指引 2025 年电商业务 GMV 增速约 20%，盈利能力将持续提升。

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, %)

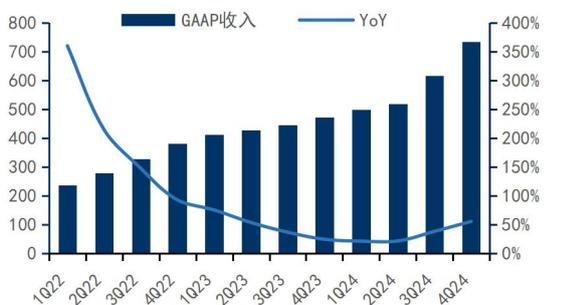


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 数字金融: 收入和利润稳健增长, 不良率环比持平

2024Q4, 公司数字金融业务实现收入 7.3 亿美元, 同比增长 55%, 主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 2.1 亿美元, 利润率 29% (去年同期 31%)。根据公司公告和业绩会议, 截至 2024 年 12 月 31 日, 应收贷款总额为 51 亿美元, 同比+64%; 逾期 90 天以上的不良贷款率 1.2%, 环比持平。

图7: 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8: 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

东南亚竞争格局持续缓和, 各电商平台持续改善 UE 以及货币化率水平, Shopee 保持较快增长, 我们调整公司 2025-2026 年收入预测至 202/235 亿元, 调整幅度为 6%/9%, 新增 2027 年收入预测 271 亿元, 主要反映对于电商业务收入转好的预期; 调整盈利预测至 15/23 亿元, 调整幅度为+21%/+24%, 新增 2027 年盈利预测 29 亿元, 主要反映短期由亏转盈表现良好, 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 53x, PS 3.8x, 给予电商业务对应 2025 年 40-42xPE, 数字金融对应 2025 年 25xPE, 数字娱乐对应 2025 年 10xPE, 调整目标价至 150-154 美元, 上涨空间 13%-16%。

## 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)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2405	6633	7296	9274	营业收入	16820	20152	23467	27144
应收款项	2386	1822	2122	2454	营业成本	9615	10927	12155	13832
存货净额	143	152	169	193	研发费用	1164	1445	1525	1764
其他流动资产	1655	3023	3520	4072	销售及管理费用	3914	6106	6758	7682
<b>流动资产合计</b>	<b>16858</b>	<b>22411</b>	<b>24427</b>	<b>27878</b>	其他营业利润	180	180	180	180
固定资产	1098	1339	1556	1750	营业利润	2307	1854	3209	4046
无形资产及其他	1190	1560	1961	2396	财务费用	275	136	43	44
投资性房地产	677	677	677	677	投资损益	(172)	0	0	0
长期股权投资	2803	2803	2853	2903	其他损益净额	35	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22625</b>	<b>28790</b>	<b>31475</b>	<b>35605</b>	税前利润	769	1990	3252	4090
短期借款及交易性金融负债	1279	3377	2312	1702	<b>所得税费用</b>	<b>321</b>	<b>498</b>	<b>(976)</b>	<b>(1227)</b>
应付款项	465	464	465	476	权益性投资损益	(10)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	9552	11799	13056	14870	少数股东损益	4	10	9	8
<b>流动负债合计</b>	<b>11296</b>	<b>15640</b>	<b>15833</b>	<b>17048</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>486</b>	<b>1456</b>	<b>2306</b>	<b>2893</b>
长期借款及应付债券	1728	1728	1728	1728	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
其他长期负债	1123	1498	1691	1721	<b>净利润</b>	<b>486</b>	<b>1456</b>	<b>2306</b>	<b>2893</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2852</b>	<b>3226</b>	<b>3420</b>	<b>3450</b>	折旧摊销	(428)	(200)	(237)	(275)
<b>负债合计</b>	<b>14148</b>	<b>18866</b>	<b>19253</b>	<b>20498</b>	财务费用	(275)	(136)	(43)	(44)
少数股东权益	105	96	87	79	营运资本变动	1850	1808	638	948
股东权益	8372	9828	12135	15027	其它	1369	391	466	542
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22625</b>	<b>28790</b>	<b>31475</b>	<b>35605</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>3277</b>	<b>3454</b>	<b>3173</b>	<b>4108</b>
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	资本开支	(295)	(812)	(856)	(904)
EPS	0.85	2.54	4.02	5.04	其它投资现金流	(5255)	(513)	(539)	(566)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流</b>	<b>(5041)</b>	<b>(1325)</b>	<b>(1445)</b>	<b>(1520)</b>
每股净资产	14.58	17.11	21.13	26.16	负债净变化	(1341)	0	0	0
ROIC	27%	72%	223%	219%	其它融资现金流	4366	2098	(1065)	(610)
ROE	6%	15%	19%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1684</b>	<b>2098</b>	<b>(1065)</b>	<b>(610)</b>
毛利率	43%	46%	48%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>(406)</b>	<b>4228</b>	<b>663</b>	<b>1978</b>
EBIT Margin	14%	9%	14%	15%	货币资金的期初余额	2811	2405	6633	7296
EBITDA Margin	16%	10%	15%	16%	货币资金的期末余额	2405	6633	7296	9274
收入增长	29%	20%	16%	16%	企业自由现金流	2813	2541	2287	3173
净利润增长率	199%	199%	58%	25%	权益自由现金流	6008	4741	1252	2594
资产负债率	63%	66%	61%	58%					
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
P/E	156.3	52.2	32.9	26.3					
P/B	9.1	7.7	6.3	5.1					
EV/EBITDA	32.9	46.2	27.6	22.3					

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