

## Sea (SE.US): 持续投入, 增长优先

**3Q25 业绩预计保持强劲:** 我们预计 3Q25 公司收入同比增长 28%至 55.6 亿美元, 延续快速增长势头; 预计调整后 EBITDA 为 8.2 亿美元, 同比增长 58%, 调整后 EBITDA 率同比提升 2.8pp 至 14.8%; 预计调整后净利润 5.3 亿美元, 同比增长 58%。

- **Shopee:** 我们预计三季度电商 GMV 同比增长 25%, 保持高速增长。由于公司在物流和营销等方面持续投入以寻求增长机会, 短期利润率扩张节奏或将呈现波动, 我们预计三季度调整后 EBITDA 率环比下降至 4.5%。考虑到公司业务所在市场的电商渗透率仍处于较低水平, 我们认为公司或将在保持盈利的情况下, 适当加大投入以提高市场渗透率并保持行业领先地位, 短期利润扩张并非当前重点。
- **Monee:** 我们预计三季度金融收入同比增长 50%, 贷款总额或将在风险可控下实现强劲增长。我们预计三季度调整后 EBITDA 率环比下降至 26%, 主要是由于 1) 马来西亚、泰国等高速增长地区的市场利率下降; 2) 公司推出“0 利率”等营销活动; 3) 公司前置投入推动线下业务发展。
- **Garena:** 我们预计三季度游戏流水同比增长 34%, 再次实现加速增长, 主要得益于 Free Fire 与鱿鱼游戏和火影忍者等 IP 联动的强劲表现。我们预计三季度调整后 EBITDA 同比增长 32%至 4.2 亿美元。

**维持“买入”评级, 调整目标价至 190 美元:** 考虑到公司短期重点或在于持续投入以换取收入快速增长, 我们调整公司 2025E/2026E 调整后 EBITDA 预测至 34 亿/40 亿美元, 调整目标价至 190 美元。我们认为公司的持续投入将有助于其增强核心竞争力以巩固领先优势, 并提升长期增长潜力, 维持“买入”评级。

**投资风险:** 电商竞争加剧, 利润扩张不及预期; 游戏业务下滑; 数字金融业务增长不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

| 美元百万             | FY23   | FY24   | FY25E  | FY26E  | FY27E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入             | 13,064 | 16,820 | 21,708 | 25,630 | 29,684 |
| 经营利润             | 225    | 662    | 1,976  | 2,662  | 4,302  |
| 调整后 EBITDA       | 1,179  | 1,962  | 3,388  | 4,004  | 5,031  |
| 目标 EV/EBITDA (x) |        |        | 33.8   | 28.6   | 22.7   |

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

杨子超, CFA

互联网分析师

charles\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

赵丹

首席互联网分析师

dan\_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

2025 年 10 月 27 日

### 评级

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 目标价 (美元)          | 190        |
| 潜在升幅/降幅           | +23%       |
| 目前股价 (美元)         | 154.66     |
| 52 周内股价区间 (美元)    | 92.5-199.3 |
| 总市值 (百万美元)        | 91,562     |
| 近 3 月日均成交额 (百万美元) | 735        |

### 市场预期区间



▲ SPDB 目标价    ◆ 目前价    ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



注: 截至 2025 年 10 月 24 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

| 美元百万      | FY23    | FY24    | FY25E    | FY26E    | FY27E    |
|-----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 收入        | 13,064  | 16,820  | 21,708   | 25,630   | 29,684   |
| 收入成本      | (7,230) | (9,615) | (11,822) | (13,712) | (15,697) |
| 毛利        | 5,834   | 7,205   | 9,886    | 11,918   | 13,987   |
| 研发费用      | (1,164) | (1,206) | (1,243)  | (1,415)  | (1,633)  |
| 销售费用      | (2,779) | (3,473) | (4,156)  | (4,870)  | (5,640)  |
| 管理费用      | (1,135) | (1,268) | (1,309)  | (1,466)  | (1,692)  |
| 其他费用      | (531)   | (596)   | (1,203)  | (1,506)  | (720)    |
| 经营盈利      | 225     | 662     | 1,976    | 2,662    | 4,302    |
| 利息收入      | 290     | 327     | 80       | -        | -        |
| 其他收益      | (83)    | (211)   | 263      | 360      | 380      |
| 除税前盈利     | 432     | 779     | 2,318    | 3,022    | 4,682    |
| 所得税开支     | (263)   | (321)   | (725)    | (791)    | (1,171)  |
| 其他盈利      | (7)     | (10)    | (11)     | -        | -        |
| 年度盈利      | 163     | 448     | 1,582    | 2,230    | 3,512    |
| 少数股东权益    | (1)     | 0       | -        | -        | -        |
| 本公司权益持有人  | 163     | 448     | 1,582    | 2,230    | 3,512    |
| 调整后EBITDA | 1,179   | 1,962   | 3,388    | 4,004    | 5,031    |

现金流量表

| 美元百万         | FY23    | FY24    | FY25E   | FY26E   | FY27E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润          | 151     | 448     | 1,582   | 2,230   | 3,512   |
| 折旧与摊销        | 447     | 390     | 373     | 369     | 371     |
| 营运资金变动       | 55      | 908     | (1,193) | (954)   | (987)   |
| 其他非现金调整      | 1,427   | 1,532   | 670     | 680     | 700     |
| 经营活动现金流      | 2,080   | 3,277   | 1,432   | 2,325   | 3,596   |
| 资本性支出        | (196)   | (315)   | (347)   | (382)   | (420)   |
| 投资           | (4,799) | (2,276) | (1,000) | (2,000) | (2,000) |
| 其他投资活动       | (810)   | (2,450) | -       | -       | -       |
| 投资活动现金流      | (5,804) | (5,041) | (1,347) | (2,382) | (2,420) |
| 借款           | (35)    | (173)   | -       | -       | -       |
| 股本           | 11      | 146     | -       | -       | -       |
| 其他融资活动       | 391     | 1,711   | -       | -       | -       |
| 融资活动现金流      | 366     | 1,684   | -       | -       | -       |
| 汇兑收益及其他      | (8)     | (83)    | -       | -       | -       |
| 现金及现金等价物增加净额 | (3,367) | (162)   | 85      | (57)    | 1,176   |
| 期初的现金及现金等价物  | 7,610   | 4,244   | 4,082   | 4,167   | 4,110   |
| 期末的现金及现金等价物  | 4,244   | 4,082   | 4,167   | 4,110   | 5,286   |

资产负债表

| 美元百万     | FY23   | FY24   | FY25E  | FY26E  | FY27E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 固定资产     | 1,208  | 1,098  | 1,085  | 1,091  | 1,114  |
| 无形资产     | 1,180  | 1,190  | 1,176  | 1,182  | 1,208  |
| 投资       | 4,283  | 2,694  | 2,694  | 2,694  | 2,694  |
| 其他非流动资产  | 439    | 786    | 786    | 786    | 786    |
| 非流动资产合计  | 7,109  | 5,768  | 5,741  | 5,754  | 5,802  |
| 应收账款     | 2,415  | 4,052  | 5,230  | 6,175  | 7,151  |
| 投资       | 2,548  | 6,215  | 7,215  | 9,215  | 11,215 |
| 存货       | 125    | 143    | 176    | 204    | 234    |
| 现金及现金等价物 | 2,811  | 2,405  | 2,490  | 2,434  | 3,610  |
| 其他流动资产   | 3,875  | 4,042  | 4,042  | 4,042  | 4,042  |
| 流动资产合计   | 11,774 | 16,858 | 19,153 | 22,070 | 26,252 |
| 资产总额     | 18,883 | 22,625 | 24,895 | 27,823 | 32,054 |
| 母公司股东权益  | 6,594  | 8,372  | 10,624 | 13,534 | 17,746 |
| 少数股东权益   | 104    | 105    | 105    | 105    | 105    |
| 权益总额     | 6,698  | 8,478  | 10,729 | 13,640 | 17,851 |
| 长期借款     | 3,069  | 1,728  | 1,728  | 1,728  | 1,728  |
| 其他非流动负债  | 948    | 1,123  | 1,123  | 1,123  | 1,123  |
| 非流动负债合计  | 4,017  | 2,852  | 2,852  | 2,852  | 2,852  |
| 应付账款及票据  | 343    | 350    | 368    | 386    | 405    |
| 借款       | 298    | 1,017  | 1,017  | 1,017  | 1,017  |
| 其他流动负债   | 7,528  | 9,929  | 9,929  | 9,929  | 9,929  |
| 流动负债合计   | 8,169  | 11,296 | 11,314 | 11,332 | 11,351 |
| 负债总额     | 12,186 | 14,148 | 14,165 | 14,184 | 14,203 |
| 权益及负债总额  | 18,883 | 22,625 | 24,895 | 27,823 | 32,054 |

主要财务比率

|             | FY23  | FY24   | FY25E  | FY26E | FY27E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 盈利增速        |       |        |        |       |       |
| 营业收入增速      | 4.9%  | 28.8%  | 29.1%  | 18.1% | 15.8% |
| 毛利润增速       | 12.5% | 23.5%  | 37.2%  | 20.6% | 17.4% |
| 经营利润增速      | NM    | 194.6% | 198.4% | 34.7% | 61.6% |
| 净利润增速       | NM    | 175.3% | 253.3% | 41.0% | 57.5% |
| 调整后净利润增速    | NM    | 20.4%  | 93.6%  | 29.2% | 44.7% |
| 盈利能力比率      |       |        |        |       |       |
| 毛利率         | 44.7% | 42.8%  | 45.5%  | 46.5% | 47.1% |
| 经营利润率       | 1.7%  | 3.9%   | 9.1%   | 10.4% | 14.5% |
| 净利率         | 1.2%  | 2.7%   | 7.3%   | 8.7%  | 11.8% |
| 调整后净利率      | 7.4%  | 6.9%   | 10.4%  | 11.4% | 14.2% |
| 每股指标 (美元)   |       |        |        |       |       |
| EPS         | 0.3   | 0.7    | 2.5    | 3.5   | 5.5   |
| 调整后EPS      | 1.6   | 1.9    | 3.5    | 4.6   | 6.6   |
| 估值 (倍)      |       |        |        |       |       |
| 调整后目标P/E    |       |        | 53.7   | 41.5  | 28.7  |
| 目标EV/EBITDA |       |        | 33.8   | 28.6  | 22.7  |

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

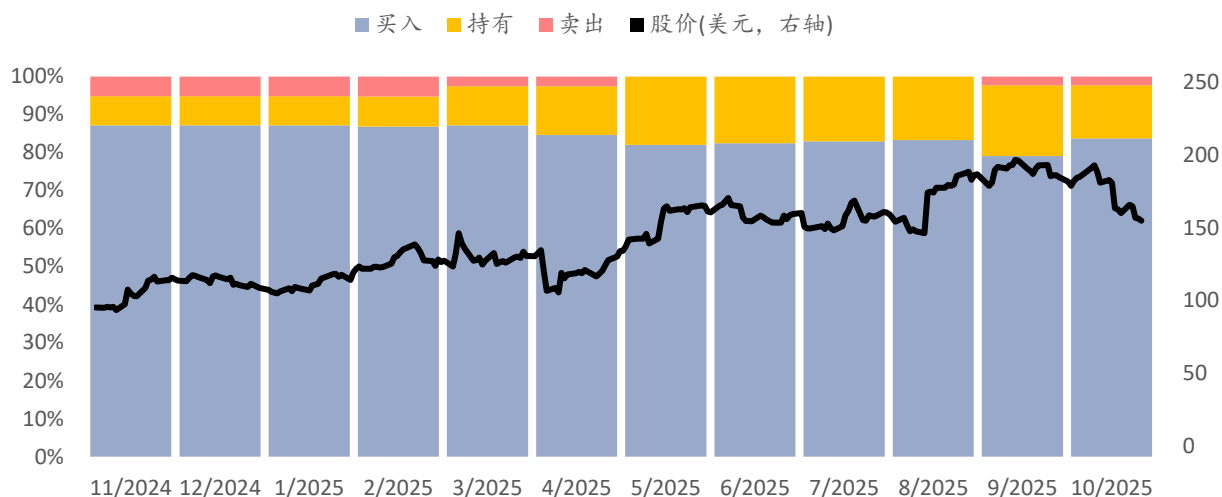
图表 2: SPDBI 目标价: Sea (SE.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

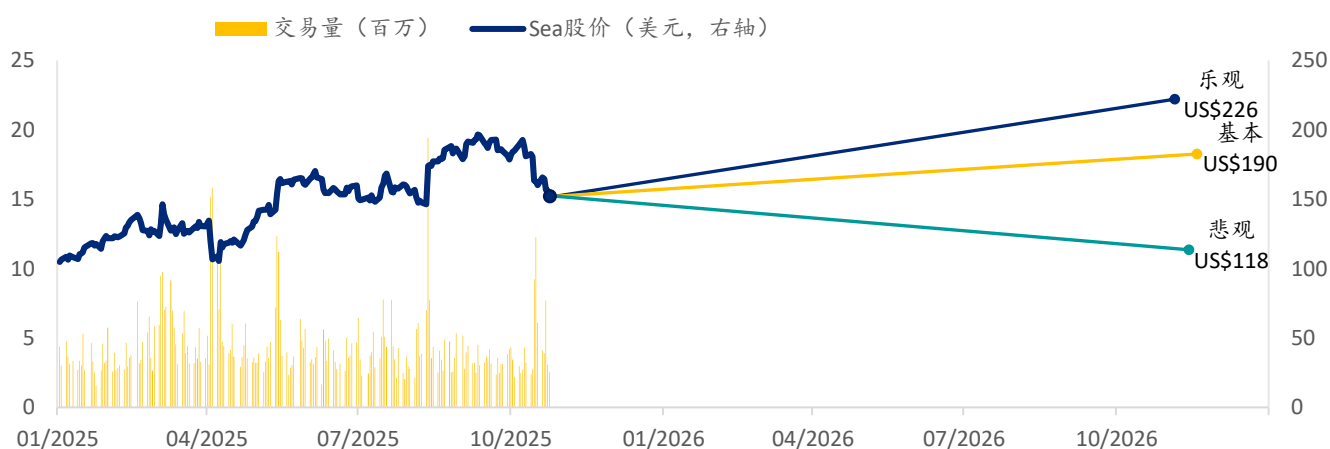
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: Sea (SE.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: Sea (SE.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入利润好于预期  
(概率: 20%)

目标价: 226 美元

- 电商业务增长超预期, 利润率扩张;
- 游戏业务稳定增长, 推动公司利润水平改善;
- 金融科技业务增长超预期。

悲观情景: 公司收入利润不及预期  
(概率: 20%)

目标价: 118 美元

- 市场竞争激烈, 电商业务增长放缓, 利润改善不及预期;
- 游戏业务回落, 利润下滑;
- 金融科技业务利润不及预期。

资料来源: 浦银国际

图表 5：SPDBI 互联网行业覆盖公司

| 股票代码            | 公司        | 现价<br>(交易货币) | 评级 | 目标价<br>(交易货币) | 评级/目标价/预测<br>发布日期 | 行业     |
|-----------------|-----------|--------------|----|---------------|-------------------|--------|
| 9988 HK Equity  | 阿里巴巴      | 168.30       | 买入 | 166.00        | 1/9/2025          | 电商     |
| BABA US Equity  | 阿里巴巴      | 174.70       | 买入 | 170.00        | 1/9/2025          | 电商     |
| 9618 HK Equity  | 京东        | 128.80       | 买入 | 146.00        | 18/8/2025         | 电商     |
| JD US Equity    | 京东        | 33.19        | 买入 | 38.00         | 18/8/2025         | 电商     |
| PDD US Equity   | 拼多多       | 133.96       | 持有 | 123.00        | 27/8/2025         | 电商     |
| VIPS US Equity  | 唯品会       | 18.39        | 持有 | 16.00         | 20/8/2025         | 电商     |
| 700 HK Equity   | 腾讯        | 637.50       | 买入 | 700.00        | 14/8/2025         | 游戏、社交  |
| NTES US Equity  | 网易        | 146.71       | 买入 | 154.00        | 15/8/2025         | 游戏     |
| 9999 HK Equity  | 网易        | 230.60       | 买入 | 240.00        | 15/8/2025         | 游戏     |
| 9626 HK Equity  | 哔哩哔哩      | 227.60       | 买入 | 220.00        | 22/8/2025         | 游戏、中视频 |
| BILI US Equity  | 哔哩哔哩      | 29.46        | 买入 | 28.00         | 22/8/2025         | 游戏、中视频 |
| 777 HK Equity   | 网龙        | 12.92        | 买入 | 13.00         | 14/4/2025         | 游戏     |
| 2400 HK Equity  | 心动        | 70.70        | 买入 | 34.00         | 8/4/2025          | 游戏     |
| 799 HK Equity   | IGG       | 4.04         | 买入 | 4.20          | 9/4/2025          | 游戏     |
| HUYA US Equity  | 虎牙        | 3.05         | 买入 | 4.00          | 14/8/2025         | 游戏直播   |
| DOYU US Equity  | 斗鱼        | 7.14         | 持有 | 7.70          | 13/9/2024         | 游戏直播   |
| 3690 HK Equity  | 美团        | 100.60       | 买入 | 120.00        | 1/9/2025          | 本地生活服务 |
| 1024 HK Equity  | 快手        | 74.95        | 买入 | 88.00         | 1/9/2025          | 短视频    |
| SE US Equity    | Sea       | 154.66       | 买入 | 190.00        | 27/10/2025        | 电商、游戏  |
| U US Equity     | Unity     | 37.29        | 买入 | 37.00         | 8/8/2025          | 软件     |
| MSFT US Equity  | Microsoft | 523.61       | 买入 | 500.00        | 12/2/2025         | 软件     |
| APP US Equity   | AppLovin  | 620.00       | 买入 | 476.00        | 8/8/2025          | 广告     |
| AMZN US Equity  | Amazon    | 224.21       | 买入 | 282.00        | 12/2/2025         | 电商、云计算 |
| GOOGL US Equity | Alphabet  | 259.92       | 买入 | 185.00        | 8/5/2025          | 广告、云计算 |
| GOOG US Equity  | Alphabet  | 260.51       | 买入 | 185.00        | 8/5/2025          | 广告、云计算 |
| META US Equity  | Meta      | 738.36       | 买入 | 892.00        | 12/2/2025         | 广告、社交  |
| DUOL US Equity  | Duolingo  | 312.00       | 买入 | 570.00        | 7/5/2025          | 教育     |
| SPOT US Equity  | Spotify   | 645.78       | 买入 | 700.00        | 6/2/2025          | 在线音乐   |
| TME US Equity   | 腾讯音乐      | 22.90        | 买入 | 29.00         | 13/8/2025         | 在线音乐   |
| 1698 HK Equity  | 腾讯音乐      | 89.70        | 买入 | 114.00        | 13/8/2025         | 在线音乐   |
| 9899 HK Equity  | 网易云音乐     | 246.40       | 买入 | 325.00        | 20/8/2025         | 在线音乐   |
| INOD US Equity  | Innodata  | 76.65        | 买入 | 55.00         | 9/5/2025          | 软件     |

注：股价截至 2025 年 10 月 24 日收盘。资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

