

## SEA (SE. N)

优于大市

## 2025Q3 财报点评：收入表现亮眼，电商加大物流基建布局

## 核心观点

**整体表现：电商/数字金融/游戏驱动收入增速亮眼。**收入端看，2025Q3 公司收入 60 亿美元，同比增长 38%，电商/数字金融/游戏业务增速分别为 35%/61%/31%。利润端看，本季度公司实现净利润 3.8 亿美元，净利率 6%，实现经调整 EBITDA 8.74 亿美元，对应利润率 15%。

**电商业务：收入端快速增长，加大物流建设影响利润释放。**本季度电商业务营收 43 亿美元，同比+35%，主要与 GMV 较快增长、货币化率持续提升有关，25Q3 GMV yoy+28%，持续保持高速增长，预计全年 GMV 增速 25% 以上。平台货币化率从去年同期 11.0% 提升至 11.7%，主要来自广告收入的强劲增长，广告收入 yoy 超 70%，使用广告产品的商家数量同比+25%，付费广告商家季度平均广告支出同比+40%。本季度电商经调整 EBITDA 为 1.86 亿美元，经调 EBITDA 利润率 4.3%，环比-1.7pct，除季节性因素影响外还与公司加大物流建设投入有关。

**数字金融：信贷规模强劲增长，不良贷款率保持稳定。**2025Q3 公司数字金融业务实现收入 9.9 亿美元，同比增长 61%，主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 2.58 亿美元，利润率 26%，同比-5pct。截至 2025Q3 末，应收贷款总额为 79 亿美元，同比+70%，25Q3 逾期 90 天以上的不良贷款率 1.1%，保持稳定。

**数字娱乐：多款游戏双位数增长，全年流水增速指引上调至 30%。**2025Q3 收入 6.5 亿美元，同比+31%，流水 8.4 亿美元，同比增长 51%，调整后 EBITDA 4.7 亿美元，对应利润率 71%。本季度 QAU 达到 6.7 亿，同比+7%，付费用户 6600 万，同比+31%，付费率 9.8%，同比+1.8pct，环比提升 0.5pct。预计游戏业务 2025 年实现超 30% 的流水增长。

**投资建议：**考虑到强劲的数字金融和电商业务表现，以及公司对游戏业务后续流水表现的信心，我们调整公司 2025-2027 年收入预测至 228/286/329 亿美元，调整幅度+5%/+8%/+8%；考虑公司电商业务加大投入，调整公司净利润预测至 17/27/36 亿美元，调整幅度为-5%/-6%/-5%。当前公司对应 26 年估值为 31x，维持“优于大市”评级。

**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	22,760	28,574	32,919
(+/-%)	4.9%	28.8%	35.3%	25.5%	15.2%
归母净利润(百万美元)	163	448	1,737	2,711	3,565
(+/-%)	—	175%	288%	56%	32%
EPS (美元)	0.27	0.76	2.93	4.58	6.02
EBIT Margin	-1.1%	13.7%	9.0%	11.7%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	5.3%	17.2%	21.1%	21.8%
市盈率 (PE)	517.9	188.1	48.5	31.1	23.6
EV/EBITDA	727.9	36.0	46.0	29.5	22.6
市净率 (PB)	12.78	10.06	8.33	6.57	5.14

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

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

## 基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

142.31 美元

总市值/流通市值

842.50/777.71 亿美元

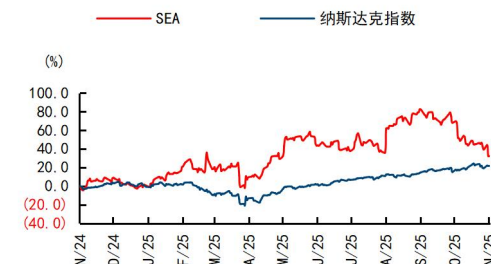
52 周最高价/最低价

199.30/99.50 美元

近 3 个月日均成交额

728.83 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) -2025Q2 财报点评：收入表现亮眼，电商 GMV 及信贷规模增长强劲》——2025-08-16

《SEA (SE. N) -2025Q1 财报点评：游戏流水超预期，电商利润亮眼》——2025-05-21

《SEA (SE. N) -2024Q4 点评：收入利润表现亮眼，电商持续快速增长》——2025-03-06

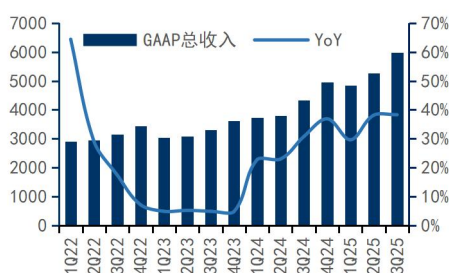
《SEA (SE. N) -2024Q3 点评：收入利润表现亮眼，电商利润转正》——2024-11-13

《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

## 整体表现：电商/数字金融/游戏驱动收入增速亮眼

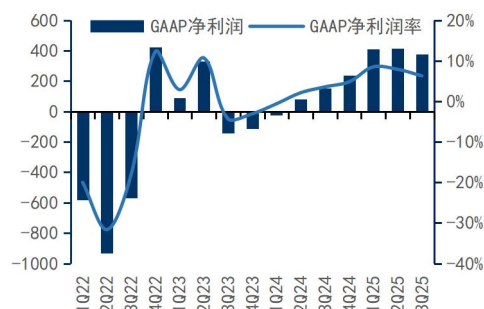
收入端看，2025Q3 公司收入 60 亿美元，同比增长 38%，电商/数字金融/游戏业务增速分别为 35%/61%/31%。利润端看，本季度公司实现净利润 3.8 亿美元，净利率 6%，实现经调整 EBITDA 8.74 亿美元，对应利润率 15%。

图1：公司季度营业收入及增速（百万美元、%）



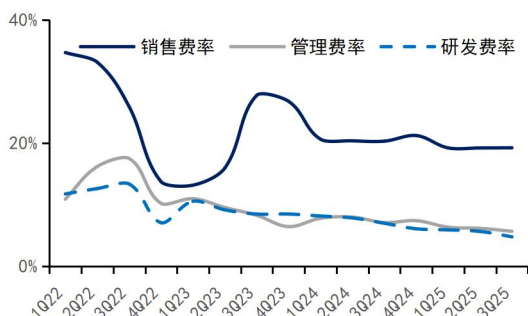
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及净利率（百万美元、%）



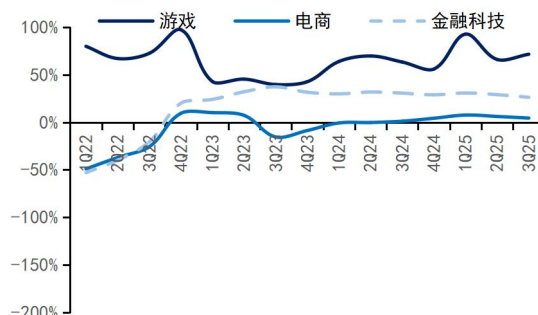
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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（%）

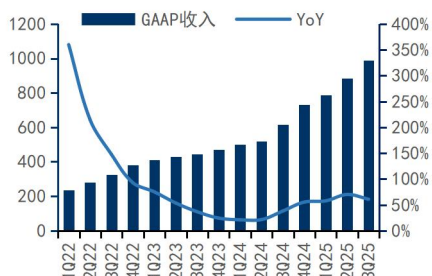


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 电商业务：收入端快速增长，加大物流建设影响利润释放

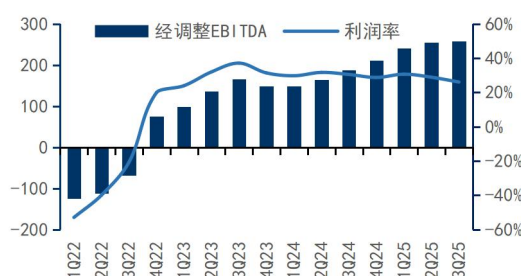
本季度电商业务营收 43 亿美元，同比+35%，主要与 GMV 较快增长、货币化率持续提升有关，25Q3 GMV yoy+28%，持续保持高速增长，活跃买家数量/购频增速分别为 15%/12%，预计全年 GMV 增速 25%以上。公司会员体系进展良好，截至 9 月底，印尼、泰国和越南 VIP 会员总数超 350 万，环比提升 150 万，目前印尼 VIP 会员消费额为非会员的 5 倍。平台货币化率从去年同期 11.0%提升至 11.7%，主要来自广告收入的强劲增长，广告收入 yoy 超 70%，使用广告产品的商家数量同比+25%，付费广告商家季度平均广告支出同比+40%。本季度电商经调整 EBITDA 为 1.86 亿美元，经调 EBITDA 利润率 4.3%，环比-1.7pct，除季节性因素影响外还与公司加大物流建设投入有关。

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, %)

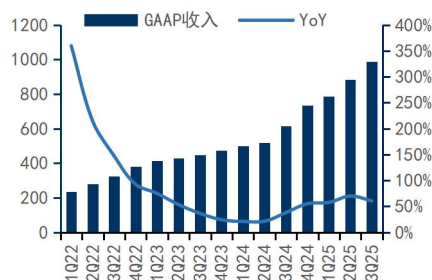


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 数字金融：信贷规模强劲增长，不良贷款率保持稳定

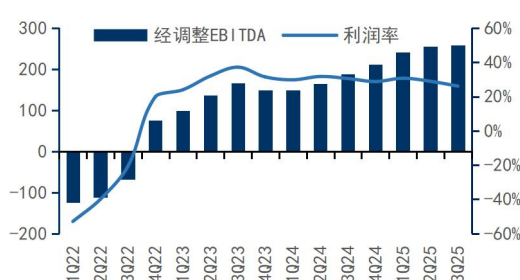
2025Q3 公司数字金融业务实现收入 9.9 亿美元，同比增长 61%，主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 2.58 亿美元，利润率 26%，同比-5pct。截至 2025Q3 末，应收贷款总额为 79 亿美元，同比+70%，消费贷款和中小企业贷款产品的活跃用户达到 3400 万，同比增长近 45%。与此同时，向新用户发放的贷款仍占第三季度总发放额的不到 10%。25Q3 逾期 90 天以上的不良贷款率 1.1%，保持稳定。

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

## 数字娱乐：多款游戏双位数增长，全年流水增速指引上调至 30%

2025Q3 收入 6.5 亿美元，同比+31%，流水 8.4 亿美元，同比增长 51%，调整后 EBITDA 4.7 亿美元，对应利润率 71%。季度高增长主要受益于火影忍者和鱿鱼游戏的联动，此外公司仍有多款游戏处于研发管线或市场测试阶段，如近期在越南推出的《FC Mobile VN》成为越南 10 月下载量最高的手游。本季度 QAU 达到 6.7 亿，同比+7%，付费用户 6600 万，同比+31%，付费率 9.8%，同比+1.8pct，环比提升 0.5pct。预

计游戏业务 2025 年实现超 30%的流水增长。

图9: 数字娱乐业务收入及增速（百万美元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10: 游戏流水及增速（百万美元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 投资建议

考虑到强劲的数字金融和电商业务表现，以及公司对游戏业务后续流水表现的信心，我们调整公司 2025-2027 年收入预测至 228/286/329 亿美元，调整幅度 +5%/+8%/+8%；考虑公司电商业务加大投入，调整公司净利润预测至 17/27/36 亿美元，调整幅度为 -5%/-6%/-5%。当前公司对应 26 年估值为 31x，维持“优于大市”评级。

## 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)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2405	6633	8986	12381	营业收入	16820	22760	28574	32919
应收款项	2386	2058	2583	2976	营业成本	9615	12584	15361	17375
存货净额	143	175	213	241	研发费用	1164	1206	1714	1975
其他流动资产	1655	3414	4286	4938	销售及管理费用	3914	7056	8286	9217
<b>流动资产合计</b>	<b>16858</b>	<b>23060</b>	<b>27389</b>	<b>32422</b>	其他营业利润	180	135	135	135
固定资产	1098	1442	1757	2043	商誉减值				
无形资产及其他	1190	1560	1961	2396	营业利润	2307	2049	3347	4487
投资性房地产	677	677	677	677	财务费用	275	192	84	85
长期股权投资	2803	2803	2853	2903	投资损益	(172)	26	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22625</b>	<b>29543</b>	<b>34637</b>	<b>40441</b>	其他损益净额	35	1	0	0
短期借款及交易性金融负债	1279	2280	1547	1702	税前利润	769	2268	3431	4572
应付款项	465	533	586	597	<b>所得税费用</b>	<b>321</b>	<b>567</b>	<b>858</b>	<b>1143</b>
其他流动负债	9552	13299	16178	18228	权益性投资损益	(10)	(10)	(10)	(10)
<b>流动负债合计</b>	<b>11296</b>	<b>16112</b>	<b>18311</b>	<b>20527</b>	少数股东损益	4	10	9	8
长期借款及应付债券	1728	1728	1728	1728	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>448</b>	<b>1737</b>	<b>2711</b>	<b>3565</b>
其他长期负债	1123	1498	1691	1721					
<b>长期负债合计</b>	<b>2852</b>	<b>3226</b>	<b>3420</b>	<b>3450</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>14148</b>	<b>19338</b>	<b>21731</b>	<b>23976</b>	<b>净利润</b>	<b>448</b>	<b>1737</b>	<b>2711</b>	<b>3565</b>
少数股东权益	105	96	87	79	折旧摊销	(428)	(204)	(248)	(293)
股东权益	8372	10109	12820	16385	财务费用	(275)	(192)	(84)	(85)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22625</b>	<b>29543</b>	<b>34637</b>	<b>40441</b>	营运资本变动	1850	2728	1689	1018
					其它	1408	398	487	578
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>3277</b>	<b>4659</b>	<b>4639</b>	<b>4869</b>
EPS	0.76	2.93	4.58	6.02	资本开支	(295)	(919)	(964)	(1013)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资现金流	(5255)	(513)	(539)	(566)
每股净资产	14.14	17.08	21.65	27.68	<b>投资活动现金流</b>	<b>(5041)</b>	<b>(1432)</b>	<b>(1553)</b>	<b>(1629)</b>
ROIC	27%	108%	508%	610%					
ROE	5%	17%	21%	22%	其它融资现金流	4366	1001	(732)	155
毛利率	43%	45%	46%	47%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1684</b>	<b>1001</b>	<b>(732)</b>	<b>155</b>
EBIT Margin	14%	9%	12%	14%	<b>现金净变动</b>	<b>(406)</b>	<b>4228</b>	<b>2353</b>	<b>3395</b>
EBITDA Margin	16%	10%	13%	15%	货币资金的期初余额	2811	2405	6633	8986
收入增长	29%	35%	26%	15%	货币资金的期末余额	2405	6633	8986	12381
净利润增长率	175%	288%	56%	32%	企业自由现金流	2813	3607	3612	3792
资产负债率	63%	66%	63%	59%	权益自由现金流	6008	4741	2942	4011
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
P/E	188.1	48.5	31.1	23.6					
P/B	10.1	8.3	6.6	5.1					
EV/EBITDA	36.0	46.0	29.5	22.6					

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

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