

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。



中信证券  
CITIC SECURITIES

CSIWM 个股点评

2026年2月12日

# 冬海集团

SE US

新加坡互联网行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

## 管理层会议纪要

### 摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 2 月 11 日发布的题为《Meeting with management》的报告，冬海集团（Sea）在近期举办的卖方分析师会议中指出，巴西及东南亚市场线上渗透率仍具显著增长潜力，当前市场趋势对业务发展形成支撑。公司正加大 AI 投入并优先推动商品交易总额（GMV）增长，以扩大生态系统规模并遏制酷澎（Coupang）等新晋竞争对手的威胁。同时，管理层相信能在商品组合方面缩小与美客多（MercadoLibre）等现有竞争者的差距。受 2025 年高基数影响，竞舞娱乐（Garena）的预收收入可能面临短期压力，而金融服务业务则具备显著增长潜力。

- 增长机遇：**线上消费在巴西及东南亚等关键市场仍具显著增长潜力，因此虾皮（Shopee）将优先推动 GMV 增长并加大投入以扩展生态系统。
- AI 与物流投入：**虾皮将加速 AI 投资以提升平台效率，同时投资履约物流等基础设施优化运营效率并吸引高端品牌入驻以增强平台竞争力。
- 扩大巴西市场客单价：**巴西市场因较高抽佣率具备吸引力，计划通过平台优势推出高单价商品提升平均客单价。建立巴西履约网络将是关键成功要素。管理层表示 Temu 和希音（Shein）等新晋竞争对手在巴西市场将面临规模扩张挑战。随着虾皮在巴西扩展商品组合，其与美客多的差距正在缩小。
- 遏制酷澎在台湾市场扩张：**酷澎当前市占率 8-9%，管理层相信持续投入能遏制其进一步扩张。具体举措包括升级智能快递柜网络及本地化运营。虾皮表示仍掌握电商渗透率提升的主导权。
- 印尼市场演进：**印尼电商正进入新阶段，更多品牌预计 will 通过线上而非线下渠道进入市场。与 TikTok 的竞争将持续，但虾皮自有物流能力构成优势（TikTok 依赖第三方物流），因此虾皮推动 GMV 增长及获取新商户/用户的成本结构低于 TikTok。
- 竞舞娱乐预收收入短期承压：**管理层对《Free Fire》长线运营有信心，但 2025 年因《火影忍者》与《鱿鱼游戏》两次成功联动形成的高基数，可能使 2026 年预收收入面临挑战。
- 金融服务：**该业务具备显著增长空间。管理层计划全面运用 AI 进行信用风险评估、欺诈检测及贷款审批，利用详实数据深化现有市场渗透。
- 要点总结：**1) 虾皮利润率短期可能持续承压；2) 高基数效应或致竞舞娱乐 2026 年预收收入收缩；3) 金融服务仍处早期增长阶段。

## 催化因素

清晰的游戏开发路线与健康运营将成为竞舞娱乐业务发展的关键催化因素，推动估值倍数重估。电商行业进一步整合及新晋竞争对手退出的消息将对虾皮构成利好。

## 投资风险

风险包括若消费者信心因利率上升与高通胀走弱可能导致电商业务放缓。冬海集团各业务线面临不同竞争者，TikTok作为东南亚新晋竞争对手构成竞争威胁。由于用户偏好快速变化、新技术发展及同业竞争，在线游戏板块能见度较低。竞舞娱乐新游戏管线与版本更新的成功存在不确定性。与多家中国互联网公司类似，冬海集团受外资持股限制并采用VIE架构及双重股权结构，这对少数股东不利。

## 公司概况

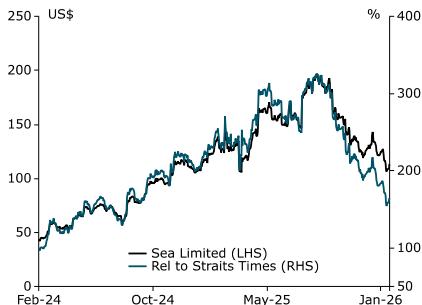
冬海集团是集在线游戏、电商零售与数字金融服务于一体的互联网公司。虾皮为最大业务板块，覆盖东盟、台湾与巴西市场。竞舞娱乐是线上游戏平台，也是腾讯在东盟地区（除越南）的实质游戏发行商，当前热门游戏包括腾讯的《英雄联盟》、《王者荣耀》与自研的《Free Fire》《Free Fire Max》。数字金融服务最初作为依托虾皮交易量的电子钱包与支付处理服务，现已发展为印尼、菲律宾与越南的先买后付服务商，并持有新加坡与马来西亚全数字银行牌照。

收入按产品分类	
电商	68.9%
数字娱乐	16.6%
数字金融服务	13.5%
其他服务	1.0%

收入按地区分类	
美洲	17.5%
中东及非洲地区	0.2%
亚洲	81.7%
欧洲	0.6%

资料来源: 中信里昂

## 股票信息



**股价(@ 2026年2月10日):** 113.33 美元    **市场共识目标价 (路孚特):** 190.40 美元  
**12个月最高/最低价:** 196.5 美元/105.57 美元  
**市值:** 642.60 亿美元    **主要股东:**  
 创始人及管理层 53.00%  
 腾讯 10.00%  
**3个月日均成交额:** 700.69 百万美元

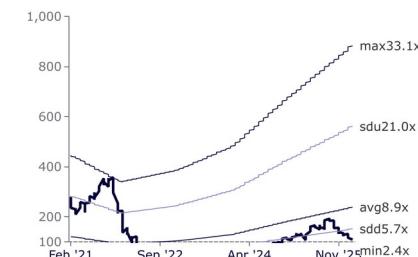
资料来源：彭博, 路孚特

### 市盈率区间



资料来源：彭博

### 市净率区间



资料来源：彭博

### 企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

## 同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (Icc)	市盈率(倍)			市净率(倍)			股息收益率(%)			股本回报率(%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
乐天集团	4755 JP	132.4	992.40	-19.4	-357.7	na	0.7	0.7	na	0.3	0.3	na	-3.0	-0.2	na
阿里巴巴	BABA US	3879.8	166.51	21.8	28.5	22.8	2.8	2.5	2.2	1.2	0.6	0.6	13.0	9.2	10.3

资料来源:彭博、路孚特 注:截至2026年2月10日的收盘价。Icc:当地货币

# 免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

## 适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

## 责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

## 法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

## 附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“CSI”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“CSI 集团”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

## 针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。