

冬海集团

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

SE US

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

新加坡互联网行业

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

GMV 强劲增长伴随利润率压力

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 3 月 4 日发布的题为《Strong GMV amid margin pressure》的报告，Shopee 的利润率指引令人失望，但 GMV 展望显示较强的可见性。这凸显出产品组合优化与规模效应支撑下的市场份额提升，可能强化 Shopee 在行业中的成本领先地位。Garena 计划在 2026 年三季度重新推出《火影忍者》，但在 2025 年异常强劲表现后，其收入可能持续承压。Monee 贷款规模扩张保持强劲并持续支撑利润增长，但向低收益市场扩张可能导致利润率收缩。

PATMI 符合预期但 Shopee 与 Monee 利润率表现疲软

集团 4.11 亿美元的 PATMI 符合预期，Shopee GMV 同比增长 29% 至 367 亿美元，受订单量与活跃买家增长驱动。但调整后 Ebitda 利润率弱于预期 (0.55% vs 预期 0.75%) 抵消了这一增长。Garena 调整后 Ebitda 达 3.64 亿美元 (同比+26%)，收入同比增长 24% 至 6.72 亿美元。季度活跃用户达 6.33 亿 (同比+2.4%)，付费用户比率提升 1 个百分点至 9.2%。Monee 贷款规模同比增 80% 至 92 亿美元，不良贷款率稳定在 1.1%，单用户贷款规模增长 27%。贷款组合推动调整后 Ebitda 同比增长 25% 至 2.63 亿美元，但利润率降至 23.2%。

竞争加剧下 Shopee GMV 仍强劲增长

Shopee 继续优先考虑 GMV 增长，并指引同比增长 25%，表明在竞争加剧下仍能获取市场份额。尽管短期利润率承压，规模扩大与市占率提升将支撑长期盈利能力。持续投资物流中心可进一步巩固成本优势。Shopee 正与谷歌合作开发 Agentic AI 并计划推出新用户界面，从而增强竞争地位。

最新动态 - Monee (贷款强劲增长，利润率走弱) 与 Garena 预订收入

随着 Monee 在电子钱包领域份额提升，贷款增长保持强劲，泰国、巴西等市场与印尼的差距正在缩小。研究指出 2026-28 年贷款规模可能显著高于 2025 年的 91 亿美元水平。但投资支出与地区组合变化可能导致利润率收缩。Garena 收入在 2025 年《火影忍者》与《鱿鱼游戏》联动取得强劲表现后仍具挑战，但 2027 年有望复苏，因将推出多款新作庆祝成立十周年。

催化因素

清晰健康的游戏开发路径将成为 Garena 产品线的强力催化因素，带动估值倍数提升。电商行业进一步整合及新入局者退出的消息将对 Shopee 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。Sea 各业务线面临不同竞争对手，TikTok 作为东盟新入局者构成竞争威胁。由于用户偏好快速变化、新技术发展及其他游戏工作室竞争，在线游戏本质可见度较低。Garena 产品线中新游戏及更新的成功无法保证。与多家中国互联网公司类似，Sea 受外资持股限制并采用可变利益实体架构及双重股权结构，认为这对少数股东不利。

公司概况

冬海集团是线上游戏、电商平台及数字金融服务提供商。Shopee 为三大业务中最大板块，覆盖东盟、台湾及巴西。Garena 是线上游戏平台并提供本地化发行服务，是腾讯在东盟（除越南）的实质游戏发行商——当前热门游戏包括腾讯《英雄联盟》与《传说对决》，以及自主研发的《Free Fire》《Free Fire Max》。数字金融服务最初作为依托 Shopee 交易量的电子钱包与支付处理服务，现已成为印尼、菲律宾、越南的先买后付服务商，并持有新加坡与马来西亚的全面数字银行牌照。

收入按产品分类

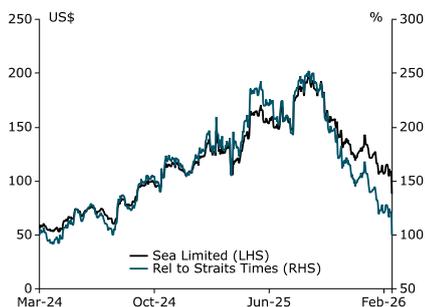
电商	68.9%
数字娱乐	16.6%
数字金融服务	13.5%
其他服务	1.0%

资料来源: 中信里昂

收入按地区分类

美洲	17.5%
中东及非洲	0.2%
亚洲	81.7%
欧洲	0.6%

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026年3月3日): 87.82 美元

市场共识目标价(路孚特): 180.86 美元

12个月最高/最低价: 196.5 美元/87.82 美元

主要股东:

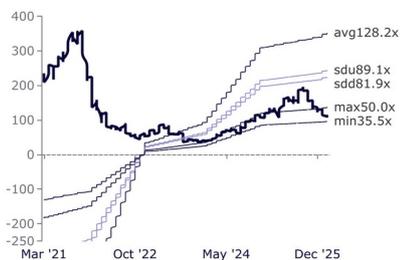
创始人及管理层 53.00%

市值: 519.90 亿美元

腾讯 10.00%

3个月日均成交额: 616.30 百万美元

市盈率区间



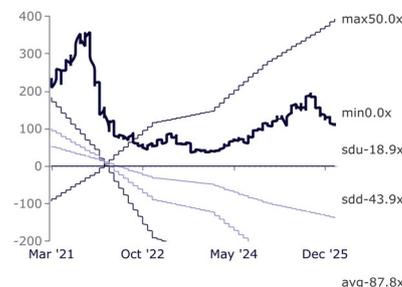
资料来源: 彭博

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	111.9	789.50	-9.6	-71.4	59.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	-3.5	-0.4	0.5
阿里巴巴	BABA US	3403.5	135.59	17.7	23.2	18.6	2.3	2.0	1.8	1.5	0.8	0.8	13.0	9.2	10.3

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 3 月 3 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。