



Sea (SE.US): 游戏指引疲弱, 电商盈利能力有望改善

我们调整 Sea 目标价至 180 美元, 潜在升幅 42%, 维持“买入”评级。

- **业绩整体优于市场预期:** 4Q21, Sea 录得收入 32.2 亿美元, 同比增长 105.7%, 高于市场预期 4.8%, 主要由于游戏递延收入确认增加; 毛利率同比提升 6.6 个百分点至 40.7%, 各分部业务均有改善; 调整后净亏损为 4.83 亿美元, 优于市场预期, 调整后净亏损收窄至 15.0%, 去年同期亏损为 27.5%。
- **游戏业务 2022 年指引疲弱:** 公司本季度游戏收入同比增长 104% 至 14 亿美元, 而流水同比仅增长 7%, 收入增长主要得益于递延收入确认; 季度活跃用户同比增长 7.1% 至 6.54 亿, 付费率为 11.8%。考虑到疫情后经济活动重启将导致用户线上参与度下降, 以及印度市场的不确定性, 公司 2022 年指引游戏流水达到 29 至 31 亿美元, 中位数对应同比下降 35%, 大幅低于市场预期。
- **电商业务盈利有望持续改善:** 公司电商业务继续保持强劲增长, 4Q21 收入同比增长 89.4% 至 16 亿美元, 其中平台收入增长 103.5% 至 13 亿美元, 商品销售收入增长 48.1% 至 3 亿美元。公司仍将继续探索新市场, 其中拉美市场特别是巴西, 是公司目前重点拓展地区。随着变现效率及规模效应的提升, 公司预计 2022 年东南亚及中国台湾地区的电商业务, 在总部成本分配前的调整后 EBITDA 将实现转正。核心市场将有助于支撑新市场的拓展, 以减少对游戏业务的依赖。公司 2022 年指引电商收入为 89 至 91 亿美元, 中位数对应同比增长 76%。
- **数字金融业务增长迅猛:** 数字金融业务 4Q21 收入同比增长 711% 至 2 亿美元, 季度活跃用户同比增长 90%, 变现率提升至 4.0%。公司 2022 年指引收入达到 11 至 13 亿美元, 中位数对应同比增长 155%。
- **维持“买入”评级, 调整目标价至 180 美元:** 由于游戏业务指引疲弱, 我们将公司 2022E/2023E 收入下调 8.3%/7.5%, 基于分部加总法的目标价 180 美元, 对应公司 2022E/2023E 年 7.5x/5.6x 的 P/S。我们仍看好东南亚市场红利及全球化战略布局, 维持“买入”评级。
- **投资风险:** 行业竞争激烈; 加速扩张或导致盈利不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
营业收入	2,175	4,376	9,955	13,243	17,872
经营利润	(891)	(1,303)	(1,583)	(2,728)	(3,276)
净利润	(1,458)	(1,624)	(2,043)	(3,267)	(3,911)
调整后净利润	(868)	(1,334)	(1,573)	(2,630)	(3,051)
目标 PS(x)			9.6	7.5	5.6

E=浦银国际预测, 资料来源: 公司公告、浦银国际

赵丹

互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2022 年 3 月 2 日

评级

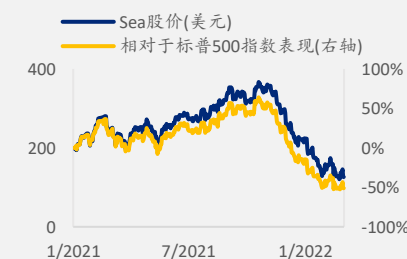
买入

目标价 (美元)	180
潜在升幅/降幅	42%
目前股价 (美元)	126.5
52 周内股价区间 (美元)	111.5-372.7
总市值 (百万美元)	70,208
近 3 月日均成交额 (百万美元)	1,521

市场预期区间



股价表现



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
收入	2,175	4,376	9,955	13,243	17,872
收入成本	(1,570)	(3,027)	(6,059)	(9,269)	(12,382)
毛利	605	1,349	3,896	3,974	5,490
销售费用	(970)	(1,831)	(3,830)	(4,635)	(5,898)
管理费用	(386)	(657)	(1,105)	(1,324)	(1,787)
研发费用	(157)	(354)	(832)	(1,059)	(1,430)
其他收益	16	190	288	317	348
营业利润	(891)	(1,303)	(1,583)	(2,728)	(3,276)
投资收入	12	(18)	(44)	-	-
利息收入净额	(14)	(123)	(103)	(113)	(124)
其他收入	(475)	(39)	14	-	-
除税前盈利	(1,369)	(1,483)	(1,715)	(2,841)	(3,401)
所得税	(86)	(142)	(333)	(426)	(510)
其他损益	(3)	1	5	-	-
年度盈利	(1,458)	(1,624)	(2,043)	(3,267)	(3,911)
少数股东权益	5	(6)	4	-	-
本公司权益持有人	(1,463)	(1,618)	(2,047)	(3,267)	(3,911)

现金流量表

美元百万	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
年度盈利	(1,458)	(1,624)	(2,043)	(3,267)	(3,911)
折旧	117	169	205	547	595
摊销	5	17	46	61	31
其他调整项	624	467	655	637	860
营运资金变动	782	1,526	1,345	1,456	1,578
经营现金流	70	556	209	(567)	(847)
固定资产	(239)	(335)	(548)	(638)	(750)
无形资产	(7)	(21)	(27)	(35)	(46)
短期及长期投资	(118)	(220)	(1,285)	(1,171)	(1,022)
其他投资现金流	1	(312)	(1,907)	-	-
投资现金流	(363)	(887)	(3,767)	(1,844)	(1,818)
借款	(2)	(31)	-	-	-
其他融资现金流	2,582	3,764	7,402	-	-
融资现金流	2,580	3,733	7,402	-	-
汇率变动影响	25	81	(58)	-	-
现金及现金等价物净流量	2,286	3,402	3,843	(2,412)	(2,665)
年初现金及现金等价物	1,259	3,571	7,053	10,838	8,427
年末现金及现金等价物	3,571	7,053	10,838	8,427	5,762

资产负债表

美元百万	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
现金及现金等价物	3,119	6,167	9,248	6,836	4,171
应收款项	187	363	388	452	532
定期存款	102	126	911	1,497	2,008
其他流动资产	1,002	2,283	4,588	4,588	4,588
流动资产合计	4,410	8,939	15,135	13,374	11,299
固定资产	319	386	1,030	1,122	1,276
无形资产	15	40	53	27	41
其他非流动资产	480	1,090	2,538	3,124	3,635
非流动资产合计	814	1,517	3,621	4,272	4,953
资产总计	5,224	10,456	18,756	17,646	16,251
应付账款	69	122	214	327	436
递延收入	1,098	2,150	2,644	4,051	5,598
其他流动负债	1,195	2,364	4,318	4,318	4,318
流动负债合计	2,362	4,636	7,176	8,696	10,353
可转换票据	1,356	1,840	3,476	3,476	3,476
其他非流动负债	333	559	679	679	679
非流动负债合计	1,689	2,399	4,155	4,155	4,155
负债总计	4,052	7,035	11,332	12,851	14,508
留存收益	(3,531)	(5,151)	(7,201)	(10,469)	(14,380)
其他权益	4,693	8,534	14,600	15,237	16,097
本公司权益持有人应占权益	1,162	3,383	7,399	4,769	1,718
非控制性权益	10	37	26	26	26
权益总额	1,173	3,420	7,424	4,794	1,743

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
盈利增速					
营业收入增速	163.1%	101.1%	127.5%	33.0%	35.0%
毛利润增速	3998.9%	123.0%	188.8%	2.0%	38.1%
经营利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
调整后净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
盈利能力比率					
毛利率	27.8%	30.8%	39.1%	30.0%	30.7%
经营利润率	-41.0%	-29.8%	-15.9%	-20.6%	-18.3%
净利率	-67.0%	-37.1%	-20.5%	-24.7%	-21.9%
调整后净利率	-39.9%	-30.5%	-15.8%	-19.9%	-17.1%
每股指标 (元)					
基本EPS	-3.4	-3.4	-3.8	-5.9	-7.1
摊薄EPS	-3.4	-3.4	-3.8	-5.9	-7.1
调整后EPS	-2.0	-2.8	-3.0	-4.8	-5.5
每股指标增速					
基本EPS增速	NM	NM	NM	NM	NM
摊薄EPS增速	NM	NM	NM	NM	NM
调整后EPS增速	NM	NM	NM	NM	NM
估值 (倍)					
调整后目标P/E			-61.0	-37.9	-32.7
目标P/S			9.6	7.5	5.6
目标P/B			8.5	7.8	6.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: Sea 财务预测对比

美元百万	FY2021E			FY2022E			FY2023E		
	财报	SPDBI 预测	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	9,955	9,722	2.4%	13,243	14,434	-8.3%	17,872	19,315	-7.5%
毛利润	3,896	3,709	5.0%	3,974	5,549	-28.4%	5,490	7,651	-28.2%
经营利润	(1,583)	(1,671)	NM	(2,728)	(1,809)	NM	(3,276)	(1,879)	NM
净利润	(2,043)	(2,062)	NM	(3,267)	(2,184)	NM	(3,911)	(2,274)	NM
调整后净利润	(1,573)	(1,592)	NM	(2,630)	(1,490)	NM	(3,051)	(1,345)	NM

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: Sea -分部加总法

业务 (美元百万)	FY22E		估值方法		
	收入	经营利润	P/E	P/S	估值
数字娱乐	3,062	1,715	20		34,295
电商	8,851			6	53,107
数字金融服务	1,245			10	12,448
市值(美元 百万)					99,849
股数(百万)					554
目标价(美元)					180

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: Sea 远期市销率



注: 截至 3 月 1 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: Sea



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 互联网行业覆盖公司

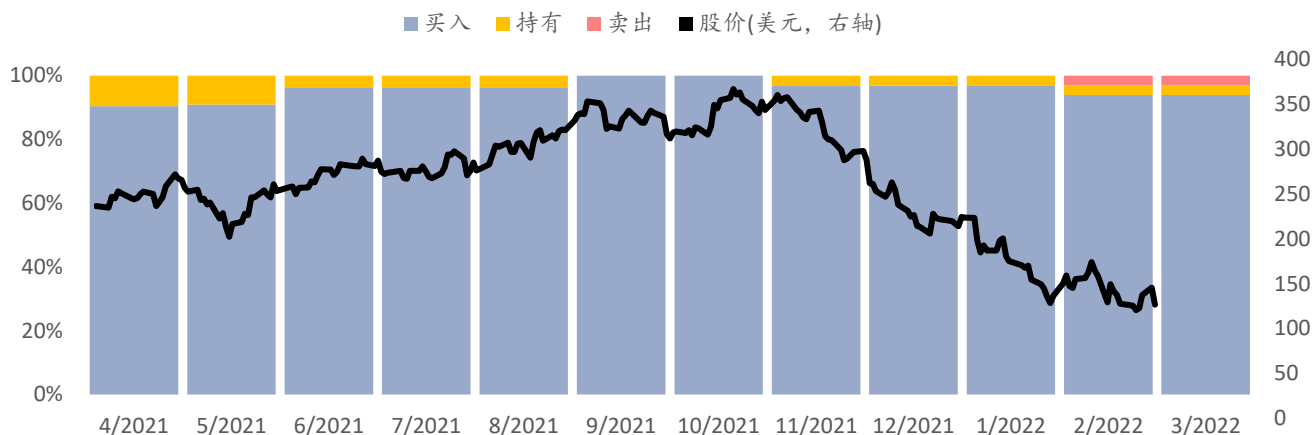
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	423.40	买入	650.00	19/8/2021	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	103.90	买入	146.00	28/2/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	107.09	买入	150.00	28/2/2022	电商
3690 HK Equity	美团	176.40	持有	202.00	23/2/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	80.85	买入	123.00	24/11/2021	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	238.60	买入	678.00	23/11/2021	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	31.20	买入	87.00	23/11/2021	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	14.16	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.30	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	5.03	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	28.20	买入	40.00	27/8/2021	SaaS
600588 CH Equity	用友	31.05	买入	45.00	24/8/2021	SaaS
268 HK Equity	金蝶	19.26	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	15.36	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	126.50	买入	180.00	2/3/2022	电商、游戏

注: 港股、A 股港股截至 3 月 2 日收盘价; 美股截至 3 月 1 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

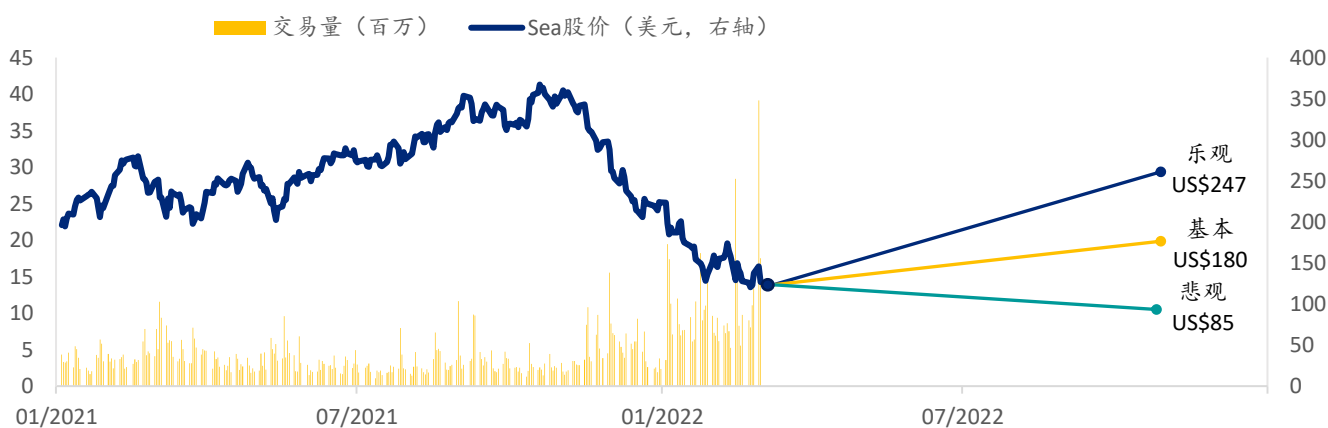
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: Sea 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: Sea 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: 247 美元

- 电商业务市场份额表现超预期, 业务覆盖地区再度扩张, 带动电商收入增速超过 100%;
- 电商业务亏损率持续收窄, 使得公司利润水平好于预期。

悲观情景: 公司亏损率持续扩大
(概率: 20%)

目标价: 85 美元

- 电商业务亏损率仍保持在 50% 以上, 并未得到改善甚至恶化, 导致公司整体亏损持续扩大;
- 若新业务拓展过于激进, 或导致短期公司利润端承压。

资料来源: 浦银国际预测

图表 9: 损益表

美元百万	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
损益表					
收入	2,175	4,376	9,955	13,243	17,872
收入成本	(1,570)	(3,027)	(6,059)	(9,269)	(12,382)
毛利	605	1,349	3,896	3,974	5,490
销售费用	(970)	(1,831)	(3,830)	(4,635)	(5,898)
管理费用	(386)	(657)	(1,105)	(1,324)	(1,787)
研发费用	(157)	(354)	(832)	(1,059)	(1,430)
其他收益	16	190	288	317	348
营业利润	(891)	(1,303)	(1,583)	(2,728)	(3,276)
投资收入	12	(18)	(44)	-	-
利息收入净额	(14)	(123)	(103)	(113)	(124)
其他收入	(475)	(39)	14	-	-
除税前盈利	(1,369)	(1,483)	(1,715)	(2,841)	(3,401)
所得税	(86)	(142)	(333)	(426)	(510)
其他损益	(3)	1	5	-	-
年度盈利	(1,458)	(1,624)	(2,043)	(3,267)	(3,911)
少数股东权益	5	(6)	4	-	-
本公司权益持有人	(1,463)	(1,618)	(2,047)	(3,267)	(3,911)
非通用会计准则					
以股份为基础的酬金	117	290	470	637	860
其他调整项	473	0	-	-	-
调整后净利润	(868)	(1,334)	(1,573)	(2,630)	(3,051)

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 10: 资产负债表和简明现金流量表

美元百万	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
资产负债表					
现金及现金等价物	3,119	6,167	9,248	6,836	4,171
应收款项	187	363	388	452	532
定期存款	102	126	911	1,497	2,008
其他流动资产	1,002	2,283	4,588	4,588	4,588
流动资产合计	4,410	8,939	15,135	13,374	11,299
固定资产	319	386	1,030	1,122	1,276
无形资产	15	40	53	27	41
其他非流动资产	480	1,090	2,538	3,124	3,635
非流动资产合计	814	1,517	3,621	4,272	4,953
资产总计	5,224	10,456	18,756	17,646	16,251
应付账款	69	122	214	327	436
递延收入	1,098	2,150	2,644	4,051	5,598
其他流动负债	1,195	2,364	4,318	4,318	4,318
流动负债合计	2,362	4,636	7,176	8,696	10,353
可转换票据	1,356	1,840	3,476	3,476	3,476
其他非流动负债	333	559	679	679	679
非流动负债合计	1,689	2,399	4,155	4,155	4,155
负债总计	4,052	7,035	11,332	12,851	14,508
留存收益	(3,531)	(5,151)	(7,201)	(10,469)	(14,380)
其他权益	4,693	8,534	14,600	15,237	16,097
本公司权益持有人应占权益	1,162	3,383	7,399	4,769	1,718
非控制性权益	10	37	26	26	26
权益总额	1,173	3,420	7,424	4,794	1,743
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	70	556	209	(567)	(847)
投资活动现金流量净额	(363)	(887)	(3,767)	(1,844)	(1,818)
融资活动所得现金流量净额	2,580	3,733	7,402	-	-
汇率变动影响	25	81	(58)	-	-
现金及现金等价物增加净额	2,311	3,483	3,785	(2,412)	(2,665)
年初现金及现金等价物	1,259	3,571	7,053	10,838	8,427
年末现金及现金等价物	3,571	7,053	10,838	8,427	5,762

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 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人士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人士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

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

