



## Sea (SE.US)：业务聚焦核心地区，主营业务线均实现盈利

业绩大超市场预期。公司 4Q22 收入 34.5 亿美元，同比增长 7%，超市场预期 14%；毛利率同比提升 8.5 个百分点至 49.2%；在有效的成本优化下，销售费用同比大幅下降 61.2%，销售费用率收窄 24.2 个百分点至 13.7%；本季度实现扭亏为盈，净利润为 4.3 亿美元，净利率 12.3%，市场预期净亏损 4.34 亿美元。

**电商业务战略收缩，提前实现盈利。**4Q22 电商业务收入同比增长 32% 至 21 亿美元，按固定汇率增长 42%，主要是依靠变现效率提升；其中平台收入同比增长 44%，变现率提升至 10.4%。公司退出部分非核心市场，缩减了运营规模，以追求利润率的改善。GMV 同比下降 1% 至 180 亿，按固定汇率增长 8%；订单量由 20 亿下降至 17 亿。电商业务调整后 EBITDA 达到 2.0 亿美元，调整后 EBITDA 率为 9.3%，提前实现扭亏目标（原目标 2023 年末），3Q22 为 -26%，4Q21 为 -55%。其中，亚洲市场调整后 EBITDA 为 3.2 亿美元，而巴西市场单均亏损环比收窄 54% 至 0.47 美元。目前，公司电商业务的重点仍是降低物流及其他运营成本。由于宏观环境不确定性，电商 GMV 增长或存在阻力，我们预计增长驱动将更多依赖于变现率的提升。

**游戏增长乏力，金融服务扭亏为盈。**4Q22 游戏业务收入 9.5 亿美元，同比下降 33%；流水收入同比下降 50% 至 5.4 亿，先前指引为 4-6 亿；QAU 同比下降 25% 至 4.9 亿，QPU 同比下降 44% 至 43.6 百万，付费率为 9.0%；调整后 EBITDA 为 2.6 亿美元，调整后 EBITDA 率为 27%。短期游戏重心仍在 Free Fire 等核心产品的长线运营，年内或有新游戏发布，但我们对新游戏贡献保持谨慎。4Q22 金融服务业务收入 3.8 亿，同比增长 92%；调整后 EBITDA 为 75.6 百万，调整后 EBITDA 率为 20%，同样实现扭亏为盈，3Q22 为 -21%，4Q21 为 -76%。

**维持买入评级，调整目标价至 95 美元。**因公司战略聚焦核心地区业务，追求高质量盈利增长，我们将 2023E/2024E 收入下调至 129 亿/146 亿，上调利润至 15.7 亿/18.9 亿，基于 SOTP 估值模型，调整目标价至 95 美元，对应 2023E/2024E 年 37x/31x 市盈率。我们看好公司业务所处地区的成长潜力，维持“买入”评级。

**投资风险：**宏观经济放缓，竞争加剧。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	9,955	12,450	12,904	14,635	16,676
经营利润	(1,583)	(1,488)	953	1,279	1,851
调整后净利润	(1,574)	(768)	1,570	1,887	2,423
目标 PE(x)			37.0	30.8	24.0

E=浦银国际预测，资料来源：公司报告、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

2023 年 3 月 9 日

### 评级

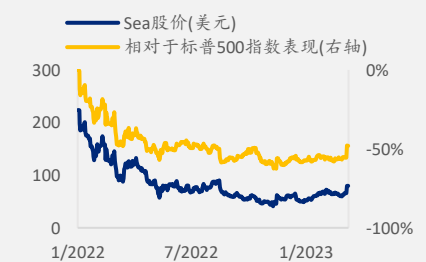
买入

目标价 (美元)	95
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价 (美元)	79.81
52 周内股价区间 (美元)	40.6-136.4
总市值 (百万美元)	44,832
近 3 月日均成交额 (百万美元)	350

### 市场预期区间



### 股价表现



截至 2023 年 3 月 8 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际



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	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>收入</b>	<b>9,955</b>	<b>12,450</b>	<b>12,904</b>	<b>14,635</b>	<b>16,676</b>
收入成本	(6,059)	(7,264)	(7,184)	(8,088)	(8,989)
<b>毛利</b>	<b>3,896</b>	<b>5,185</b>	<b>5,720</b>	<b>6,547</b>	<b>7,687</b>
销售费用	(3,830)	(3,269)	(2,323)	(2,488)	(2,668)
管理费用	(1,105)	(1,776)	(1,320)	(1,463)	(1,668)
研发费用	(832)	(1,377)	(1,124)	(1,317)	(1,501)
其他收益	288	(251)	-	-	-
<b>营业利润</b>	<b>(1,583)</b>	<b>(1,488)</b>	<b>953</b>	<b>1,279</b>	<b>1,851</b>
投资收入	(44)	(120)	-	-	-
利息收入净额	(103)	43	-	-	-
其他收入	14	68	-	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>(1,715)</b>	<b>(1,497)</b>	<b>953</b>	<b>1,279</b>	<b>1,851</b>
所得税	(333)	(168)	(143)	(192)	(278)
其他损益	5	7	-	-	-
<b>年度盈利</b>	<b>(2,043)</b>	<b>(1,658)</b>	<b>810</b>	<b>1,087</b>	<b>1,573</b>
少数股东权益	4	(6)	-	-	-
<b>本公司权益持有人</b>	<b>(2,047)</b>	<b>(1,651)</b>	<b>810</b>	<b>1,087</b>	<b>1,573</b>

### 现金流量表

美元百万	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
年度盈利	(2,043)	(1,658)	810	1,087	1,573
折旧	261	566	763	775	891
摊销	18	24	30	38	49
其他调整项	696	706	760	800	850
营运资金变动	1,276	(694)	(312)	(13)	124
<b>经营现金流</b>	<b>209</b>	<b>(1,056)</b>	<b>2,051</b>	<b>2,688</b>	<b>3,487</b>
固定资产	(772)	(924)	(786)	(986)	(840)
无形资产	(35)	(37)	(48)	(62)	(81)
短期及长期投资	(2,505)	(154)	(200)	(260)	(338)
其他投资现金流	(455)	(1,314)	-	-	-
<b>投资现金流</b>	<b>(3,767)</b>	<b>(2,429)</b>	<b>(1,033)</b>	<b>(1,308)</b>	<b>(1,259)</b>
借款	114	(12)	-	-	-
其他融资现金流	7,288	412	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>7,402</b>	<b>400</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
汇率变动影响	(58)	(144)	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>3,843</b>	<b>(3,084)</b>	<b>1,018</b>	<b>1,380</b>	<b>2,228</b>
年初现金及现金等价物	7,053	10,838	7,610	8,628	10,008
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>10,838</b>	<b>7,610</b>	<b>8,628</b>	<b>10,008</b>	<b>12,236</b>

### 资产负债表

美元百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
现金及现金等价物	9,248	6,030	7,061	8,440	10,669
应收账款	388	269	274	292	312
定期存款	911	864	964	1,094	1,263
其他流动资产	4,588	5,525	5,525	5,525	5,525
<b>流动资产合计</b>	<b>15,135</b>	<b>12,688</b>	<b>13,824</b>	<b>15,352</b>	<b>17,769</b>
固定资产	1,030	1,388	1,410	1,621	1,570
无形资产	53	65	83	107	138
其他非流动资产	2,538	2,862	2,949	3,078	3,247
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,621</b>	<b>4,315</b>	<b>4,442</b>	<b>4,806</b>	<b>4,956</b>
<b>资产总计</b>	<b>18,756</b>	<b>17,003</b>	<b>18,266</b>	<b>20,158</b>	<b>22,725</b>
应付账款	214	259	256	288	320
递延收入	2,644	1,535	980	703	564
其他流动负债	4,318	5,142	5,392	5,643	5,893
<b>流动负债合计</b>	<b>7,176</b>	<b>6,936</b>	<b>6,629</b>	<b>6,634</b>	<b>6,778</b>
可转换票据	3,476	3,339	3,339	3,339	3,339
其他非流动负债	679	918	918	918	918
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,155</b>	<b>4,256</b>	<b>4,256</b>	<b>4,256</b>	<b>4,256</b>
<b>负债总计</b>	<b>11,332</b>	<b>11,192</b>	<b>10,885</b>	<b>10,890</b>	<b>11,034</b>
留存收益	(7,201)	(8,746)	(7,936)	(6,849)	(5,276)
其他权益	14,600	14,461	15,221	16,021	16,871
本公司权益持有人应占权益	7,399	5,716	7,286	9,173	11,596
非控制性权益	26	95	95	95	95
<b>权益总额</b>	<b>7,424</b>	<b>5,811</b>	<b>7,381</b>	<b>9,268</b>	<b>11,691</b>

### 主要财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	127.5%	25.1%	3.6%	13.4%	13.9%
毛利润增速	188.8%	33.1%	10.3%	14.5%	17.4%
经营利润增速	NM	NM	NM	34.2%	44.7%
净利润增速	NM	NM	NM	34.2%	44.7%
调整后净利润增速	NM	NM	NM	20.2%	28.4%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	39.1%	41.6%	44.3%	44.7%	46.1%
经营利润率	-15.9%	-11.9%	7.4%	8.7%	11.1%
净利率	-20.5%	-13.3%	6.3%	7.4%	9.4%
调整后净利率	-15.8%	-6.2%	12.2%	12.9%	14.5%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	-3.8	-3.0	1.4	1.9	2.8
摊薄EPS	-3.8	-3.0	1.3	1.8	2.6
调整后EPS	-3.0	-1.4	2.6	3.1	4.0
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	NM	NM	NM	34.2%	44.7%
摊薄EPS增速	NM	NM	NM	34.2%	44.7%
调整后EPS增速	NM	NM	NM	20.2%	28.4%
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			37.0	30.8	24.0
目标P/S			4.5	4.0	3.5
目标P/B			5.3	5.3	5.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: Sea -分部加总法

业务 (美元百万)	FY23E		估值方法 (x)	
	收入	经营利润	P/E	估值
数字娱乐	2,305	1,087	20	21,746
电商	8,778	710	35	24,838
数字金融服务	1,740	324	35	11,325
<b>市值(美元 百万)</b>				<b>57,909</b>
股数(百万)				612
<b>目标价(美元)</b>				<b>95</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

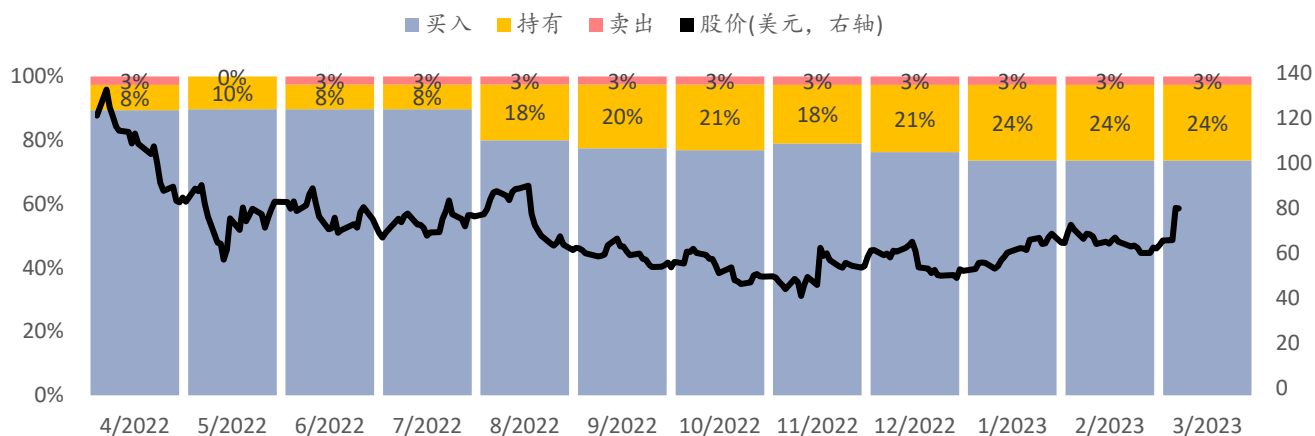
图表 3: SPDBI 目标价: Sea



资料来源: Bloomberg、浦银国际

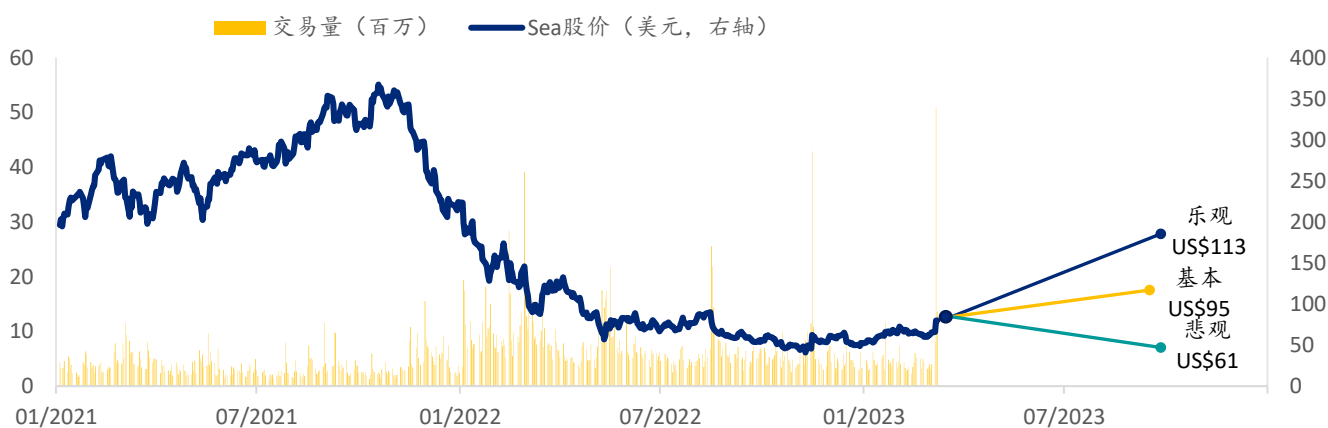
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: Sea 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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: 113 美元**

- 宏观消费好于预期, 带动电商收入增速和利润率增长好于预期;
- 推出新游戏表现优异, 推动游戏业务企稳。

**悲观情景: 电商收入增长弱于预期**  
(概率: 20%)

**目标价: 61 美元**

- 宏观消费弱于预期, 电商业务增长降速, 导致公司盈利扩张弱于预期。

资料来源: 浦银国际预测

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/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	85.75	买入	118.00	28/2/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	86.95	买入	121.00	28/2/2023	电商
9618 HK Equity	京东	178.30	买入	291.00	9/9/2022	电商
JD US Equity	京东	46.98	买入	75.00	9/9/2022	电商
PDD US Equity	拼多多	93.03	买入	108.00	29/11/2022	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.78	持有	16.00	28/2/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	32.00	买入	50.00	31/1/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	15.88	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	5.94	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	349.60	买入	427.00	19/8/2022	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	131.90	买入	228.00	8/2/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	54.35	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	157.90	买入	176.00	3/3/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	20.24	买入	23.00	3/3/2023	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	16.62	买入	21.00	1/2/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.21	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	4.88	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	27.00	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	25.33	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	15.10	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	5.29	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	79.81	买入	95.00	9/3/2023	电商、游戏

注: 股价截至 3 月 8 日

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团 - 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，日后可作修改而不另通知，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个人。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

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com  
852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 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

