



Sea (SE.US): 电商业务短期或陷入两难境地，下调至“持有”评级

公司表示电商业务将继续加大市场投入来扩大市场份额。我们认为：一方面，利润率或持续承压，亏损加大；另一方面，考虑到东南亚电商竞争加剧，投放效果仍有待观察。同时，游戏业务仍未见明显好转，我们认为股价短期上涨空间有限，下调至“持有”评级，目标价 41 美元。

利润不及预期：3Q23 公司收入 33 亿美元，同比增长 4.9%，高于市场预期 3.6%；经调整 EBITDA 为 0.35 亿美元，虽同比扭亏，但环比大幅下滑，远不及市场预期，这主要由于电商业务加大投入，使得亚洲地区亏损扩大。

电商业务“烧钱”并未换来高增长，投放效率仍有待观察：本季度电商收入为 22.3 亿美元，同比增长 16.2%，好于市场预期 2.3%，其中平台收入同比增长 32%，增值服务收入同比下降 4%。整体订单量同比增长 13.2% 至 22 亿笔，GMV 同比增长 5.1% 至 201 亿美元，客单价有所下滑。考虑到本季度电商相关销售费用同比增长 50%，我们认为公司电商业务的高投入并未带来收入的高增长，只是略好于市场预期。而电商业务调整后 EBITDA 录得亏损 3.5 亿美元，不及市场预期。这主要由于公司为应对外部竞争环境而加大市场投入，亚洲市场由盈转亏，从 2Q23 盈利 2 亿美元转为本季度录得亏损 3 亿美元。而公司表示目前战略重点仍然会继续加大投入来扩大市场份额，考虑到东南亚电商竞争日益加剧，我们认为公司电商业务的投放效率仍有待观察，短期或陷入两难困境。

游戏流水和用户环比持平，数字金融基本符合预期：数字娱乐收入为 5.9 亿美元，同比下降 33.7%，环比增长 11.9%，高于市场预期 6.5%，而游戏流水和用户方面并未出现明显好转：游戏流水 4.5 亿美元，同比下降 33%，环比基本持平；调整后 EBITDA 为 2.34 亿美元，同比下降 19%，环比持平；季度活跃用户为 5.4 亿，环比持平；付费率 7.5%，同比环比均有所下滑。数字金融服务收入为 4.5 亿美元，同比增长 36.5%，基本符合市场预期；调整后 EBITDA 为 1.7 亿美元，调整后 EBITDA 率为 5%。

下调至“持有”评级，下调目标价至 41 美元：考虑到东南亚电商竞争加剧，公司加大投入或使利润率承压，而投放效率仍有待观察。同时，游戏业务仍未见明显好转，我们认为股价短期上涨空间有限，下调至“持有”评级，目标价至 41 美元，对应 23.5x 2024E 市盈率。

投资风险：电商竞争加剧导致收入利润弱于预期；游戏延续下滑趋势。

图表 1: 盈利预测和财务指标

美元百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	9,955	12,450	12,644	13,489	14,465
毛利润	3,896	5,185	5,791	6,224	6,782
调整后净利润	(1,574)	(716)	1,033	1,093	1,844
调整后目标 PE (x)			23.7	23.5	14.7

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2023 年 11 月 15 日

评级

持有

目标价 (美元)	41
潜在升幅/降幅	+14%
目前股价 (美元)	35.87
52 周内股价区间 (美元)	34.87-88.84
总市值 (百万美元)	20,330
近 3 月日均成交额 (百万美元)	322

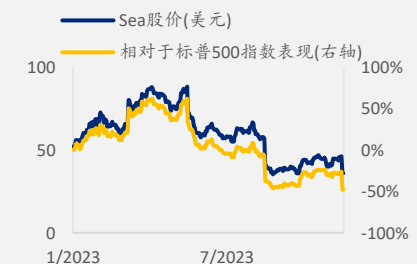
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2023 年 11 月 14 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
收入	9,955	12,450	12,644	13,489	14,465
收入成本	(6,059)	(7,264)	(6,853)	(7,265)	(7,683)
毛利	3,896	5,185	5,791	6,224	6,782
研发费用	(832)	(1,377)	(1,204)	(1,281)	(1,302)
销售费用	(3,830)	(3,269)	(2,771)	(3,103)	(2,604)
管理费用	(1,105)	(1,776)	(1,222)	(1,349)	(1,447)
其他费用	288	(251)	(429)	-	-
经营盈利	(1,583)	(1,488)	165	491	1,430
利息收入	(103)	43	58	-	-
其他收益	(29)	-	118	-	-
除税前盈利	(1,715)	(1,444)	341	491	1,430
所得税开支	(333)	(168)	(163)	(98)	(286)
其他盈利	5	7	3	-	-
年度盈利	(2,043)	(1,605)	181	393	1,144
少数股东权益	4	(6)	(1)	-	-
本公司权益持有人	(2,047)	(1,599)	182	393	1,144
调整后净利润	(1,574)	(716)	1,033	1,093	1,844

现金流量表

美元百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(2,047)	(1,651)	182	393	1,144
折旧与摊销	379	436	507	590	676
营运资金变动	1,276	(1,370)	(41)	(133)	(155)
其他非现金调整	600	1,529	-	-	-
经营活动现金流	209	(1,056)	648	850	1,665
资本性支出	(807)	(856)	(942)	(1,036)	(1,140)
投资	(1,707)	(350)	(1,300)	-	-
其他投资活动	(1,254)	(1,223)	(1,900)	-	-
投资活动现金流	(3,767)	(2,429)	(4,142)	(1,036)	(1,140)
借款	2,958	(641)	(58)	-	-
股本	4,050	50	-	-	-
其他融资活动	393	991	-	-	-
融资活动现金流	7,402	400	(58)	-	-
汇兑收益及其他	(58)	(144)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	3,785	(3,228)	(3,552)	(186)	525
期初的现金及现金等价物	7,053	10,838	7,610	4,058	3,872
期末的现金及现金等价物	10,838	7,610	4,058	3,872	4,398

资产负债表

美元百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
固定资产	1,030	1,388	1,617	1,851	2,095
无形资产	1,242	1,253	1,460	1,671	1,891
投资	1,082	1,275	3,175	3,175	3,175
其他非流动资产	267	399	399	399	399
非流动资产合计	3,621	4,315	6,650	7,096	7,560
应收账款	1,806	2,081	2,113	2,255	2,418
投资	2,412	2,918	4,218	4,218	4,218
存货	117	110	103	110	116
现金及现金等价物	9,248	6,030	2,478	2,292	2,817
其他流动资产	1,552	1,550	1,550	1,550	1,550
流动资产合计	15,135	12,688	10,462	10,424	11,119
资产总额	18,756	17,003	17,112	17,520	18,679
母公司股东权益	7,399	5,716	5,898	6,291	7,435
少数股东权益	26	95	95	95	95
权益总额	7,424	5,811	5,993	6,386	7,530
长期借款	3,476	3,339	3,339	3,339	3,339
其他非流动负债	679	918	918	918	918
非流动负债合计	4,155	4,256	4,256	4,256	4,256
应付账款及票据	214	259	244	259	274
借款	100	120	62	62	62
其他流动负债	6,863	6,557	6,557	6,557	6,557
流动负债合计	7,176	6,936	6,863	6,878	6,893
负债总额	11,332	11,192	11,119	11,134	11,149
权益及负债总额	18,756	17,003	17,112	17,520	18,679

主要财务比率

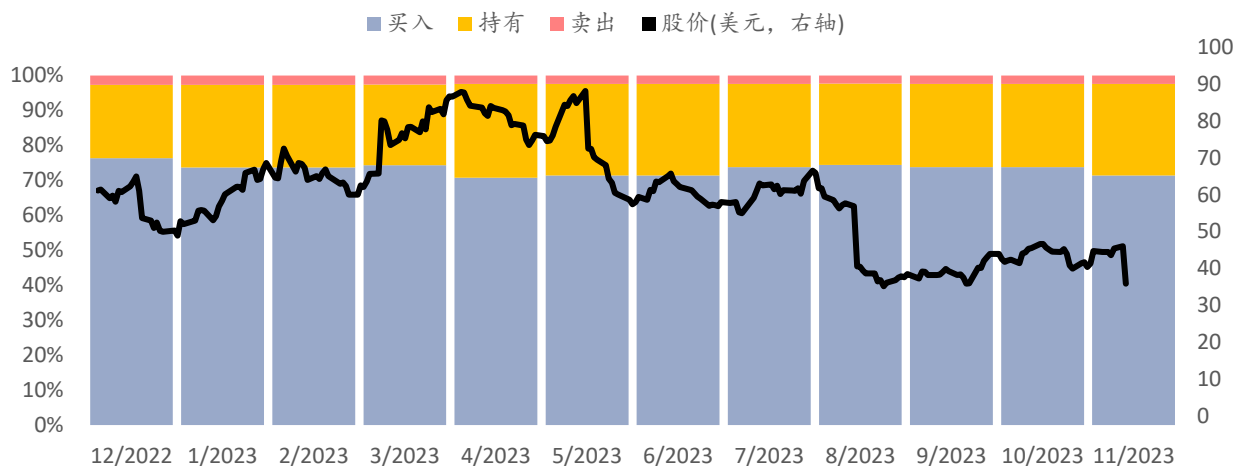
	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
盈利增速					
营业收入增速	127.5%	25.1%	1.6%	6.7%	7.2%
毛利润增速	188.8%	33.1%	11.7%	7.5%	9.0%
经营利润增速	NM	NM	NM	197.7%	191.2%
净利润增速	NM	NM	NM	116.8%	191.2%
调整后净利润增速	NM	NM	NM	5.8%	68.7%
盈利能力比率					
毛利率	39.1%	41.6%	45.8%	46.1%	46.9%
经营利润率	-15.9%	-11.9%	1.3%	3.6%	9.9%
净利率	-20.5%	-12.9%	1.4%	2.9%	7.9%
调整后净利率	-15.8%	-5.7%	8.2%	8.1%	12.7%
每股指标 (元)					
EPS	-3.8	-2.9	0.3	0.6	1.7
调整后EPS	-3.0	-1.3	1.7	1.7	2.8
估值 (倍)					
调整后目标P/E			23.7	23.5	14.7
目标P/S			1.9	1.9	1.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

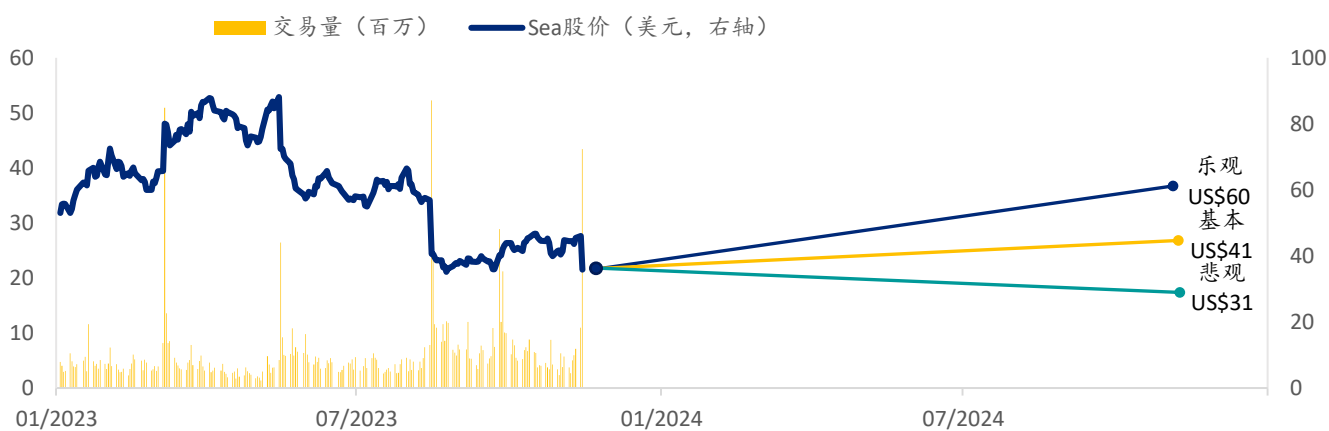
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 2: Sea 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 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: 60 美元

- 电商业务市场份额表现超预期, 推动利润率改善;
- 游戏业务回暖, 推动公司利润水平改善。

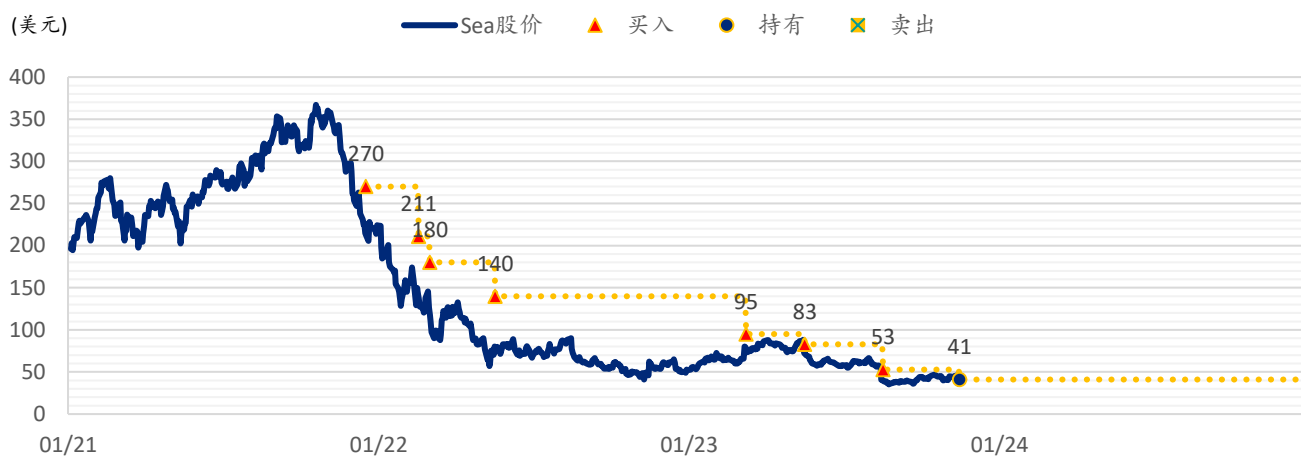
悲观情景: 公司亏损率持续扩大
(概率: 20%)

目标价: 31 美元

- 市场竞争激烈, 电商业务增长放缓, 亏损改善不及预期;
- 游戏业务延续疲软, 导致公司利润端承压。

资料来源: 浦银国际预测

图表 4: SPDBI 目标价: Sea



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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	79.20	买入	118.00	11/8/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	83.87	买入	121.00	11/8/2023	电商
9618 HK Equity	京东	99.55	买入	171.00	18/8/2023	电商
JD US Equity	京东	26.71	买入	44.00	18/8/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	111.00	买入	115.00	30/8/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.80	持有	16.00	15/11/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	32.35	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.40	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.22	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	307.80	买入	424.00	18/8/2023	游戏、社交
NTES US Equity	网易	114.28	买入	129.00	11/9/2023	游戏
9999 HK Equity	网易	174.80	买入	201.00	11/9/2023	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	111.20	买入	146.00	18/8/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	14.79	买入	19.00	18/8/2023	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	14.40	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	13.40	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.44	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.36	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.68	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.96	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	108.30	买入	180.00	25/8/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	56.40	买入	80.00	19/10/2023	短视频
780 HK Equity	同程旅行	14.42	买入	22.00	29/8/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.12	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	3.59	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	30.40	买入	36.00	25/5/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	17.57	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	12.02	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.48	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	35.87	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注: 股价截至 11 月 14 日收盘

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

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

