

# SEA (SE)

证券研究报告

2021年11月19日

## 电商深耕本地化运营与全球化布局，关注金融科技未来发展

投资评级

6个月评级

买入（维持评级）

作者

孔蓉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

李泽宇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520110002  
lizeyu@tfzq.com

相关报告

- 1 《SEA-公司动态研究:二季度业绩超预期,全球化稳步推进打开长期成长空间》  
2021-08-24
- 2 《-公司动态研究:三大业务高速增长,强大运营打造高效数字生态圈》  
2021-05-31
- 3 《-公司动态研究:内生外延瞄准全景生态圈,打造东南亚互联网航母》  
2021-03-05

**事件:** 公司发布 21 年 Q3 业绩, 实现 GAAP 收入 27 亿美元, 同比增长 121.8%, 毛利润 10 亿美元, 同比增长 147.5%, adjusted EBITDA 为 -1.66 亿美元, 去年同期为 1.20 亿美元。

**Free Fire 推出全新高端版和全新模式, 有望推动游戏业务持续发展**

游戏业务三季度实现订单额 12 亿美元, 同比增长 29.2%, GAAP 收入 11 亿美元, 同比增长 93.2%, adjusted EBITDA 为 7.15 亿美元, 同比增长 22.3%, 季度活跃用户达 7.29 亿人次, 同比增长 27.4%, 季度付费用户达 9320 万人次, 同比增长 42.7%, 季度付费用户占比活跃用户达 12.8%, 同比增长 1.4pct, 用户平均订单金额同比保持 1.7 美元。根据 App Annie, 三季度 Free Fire 在 Google Play 的平均月活在全球全游戏品类里排名第二, 是东南亚、拉丁美洲和印度收入最高的移动游戏; 在美国, Free Fire 是收入最高的移动大逃杀类游戏, 在 Google Play 中收入排名第二。

**我们认为游戏业务有望持续实现高增长。**公司在 9 月末在全球推出 Free Fire MAX。MAX 单独出品, 比 Free Fire 功能和性能更好, 且能与 Free Fire 互相操作实现玩家互通, 有望提升更高质量的游戏体验与玩家粘性, 捕获对画质、功能、性能有更高要求的用户。其次, Free Fire 在三季度推出 Lone Wolf 模式, 拥有全新单挑和双排机制、新角色、新联名等, 有望推动用户游戏时长以及提高游戏多元化体验。

**Shopee 战略性培养用户习惯与用户忠诚度, 打入欧洲与印度推进全球潜在市场**

电商业务三季度实现 GMV168 亿美元, 同比增长 80.6%, GAAP 收入 15 亿美元, 同比增长 134.4%, 总订单量 17 亿次, 同比增长 123.2%, adjusted EBITDA 为 -6.84 亿美元, 去年同期为 -3.02 亿美元, 每笔订单亏损的 adjusted EBITDA 同比保持 0.41 美元。分区域看, 东南亚和中国台湾的每笔订单亏损的 adjusted EBITDA 同比和环比均有减少。根据 App Annie, 三季度 Shopee 在 Google Play 的总使用时长在全球购物品类里排名第一, 下载量和平均月活排名第二; 在东南亚和中国台湾, Shopee 的总使用时长和平均月活均在购物品类里排名第一; 在巴西, Shopee 的下载量和总使用时长在购物品类里排名第一, 平均月活排名第二。

**我们认为电商业务有望持续提升货币化率以及持续实现 GMV 高增长。**公司的增值服务、交易费用和广告费用均实现高增长, 三季度货币化率达 8.6%, 同比增长 1.9pct。同时, 公司提高全年电商业务收入指引, 从前次的 47-49 亿美元提高至 50 至 52 亿美元。在策略上, 公司用“卖家任务”、“上架优化”等功能帮助卖家提高竞争力同时提高买家体验, 推广 Shopee Premium 让更多品牌店入住 Shopee。在提高品牌接受度和认知上, 公司在印尼帮助当地中小商家通过 Shopee 连接更广阔的商业空间, 在马来西亚与政府合作帮助农产品卖家通过电商平台提高销量, 在泰国与多个官方机构合作培养年轻创业者开发数字化创业能力, 在巴西帮助当地中小商家在网上销售产品。我们认为 Shopee 具备长期战略眼光, 有望通过帮助、教育、培养用户来提升用户忠诚度。在全球化上, 公司近期已在波兰、法国、西班牙和印度推出 Shopee, 有望快速提升 Shopee 的潜在市场规模。

**SeaMoney 不断推出应用场景提高用户体验, 多方位布局数字金融服务全产业链**

支付业务三季度实现总支付金额 46 亿美元, 同比增长 111%, 季度支付用户超 3900 万人次, 同比增长 120%。SeaMoney 专注于扩展自身移动钱包的使用场景, 去服务更多商业, 提供用户更高价值与便利性。最近, 公司与更多的线上和线下商家合作, 包括马来西亚的 Google Play、印尼的蓝鸟出租车、泰国的全家、越南的 Lotte 影院等。随着使用场景的不断丰富, 用户使用率也在快速提升, 而越来越多的用户使用公司支付钱包让更多的商家愿意与公司产生合作, 实现飞轮效应推动 SeaMoney 高效发展。

同时, 公司也在推进 BNPL 应用、数字银行、保险科技等数字金融服务。这些产品仍处于早期, 我们预计在将来能与 SeaMoney 的移动钱包、Shopee、Garena 产生良好的协同效应, 提升各板块之间的合作以及效率。

**投资建议**

公司三季度上调全年电商收入指引, 我们将公司 2021-23 年的预测营收从 81.83 / 120.35 / 155.88 亿美元上调至 93.15 / 136.87 / 177.36 亿美元, 同比增长 112.9% / 46.9% / 29.6%; 归母净利润从 -18.50 / -17.37 / -16.99 亿美元调整至 -17.87 / -17.70 / -17.26 亿美元, 同比增长 -10.4% / 0.9% / 2.5%, EPS 从 -3.36 / -3.02 / -2.83 美元/股调整至 -3.25 / -3.08 / -2.88 美元/股, 同比增长 4.2% / 5.2% / 6.6%, 预计随着公司运营地区线下活动持续恢复以及数字化的不断发展, 叠加全球化市场的不断推进, 公司有望实现长期可持续发展, 成长空间广阔, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 1、用户群规模不达预期; 2、收费模式效益不达预期; 3、板块协同效益不达预期; 4、各国监管风险; 5、新冠疫情风险。



表 1: Sea Limited 盈利预测表 (单位: 百万美元, 除股份数为万股)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
数字娱乐收入	1136.02	2015.97	3800.00	5320.00	7182.00
YOY (%)	145.6%	77.5%	88.5%	40.0%	35.0%
电子商务收入	834.30	2167.15	5100.00	7650.00	9562.50
YOY (%)	209.5%	159.8%	135.3%	50.0%	25.0%
数字金融收入	9.22	60.79	364.74	656.53	919.14
YOY (%)	-19.5%	559.3%	500.0%	80.0%	40.0%
其他业务收入	195.84	131.76	50.00	60.00	72.00
YOY (%)	134.6%	-32.7%	-62.1%	30.0%	20.0%
<b>营业收入</b>	<b>2175.38</b>	<b>4375.67</b>	<b>9314.74</b>	<b>13686.53</b>	<b>17735.64</b>
YOY (%)	<b>163.1%</b>	<b>101.1%</b>	<b>112.9%</b>	<b>46.9%</b>	<b>29.6%</b>
数字娱乐成本	-435.90	-702.33	-1254.00	-1596.00	-1939.14
电子商务成本	-907.52	-1743.77	-3468.00	-5049.00	-6215.63
其他业务成本	-227.03	-580.66	-935.00	-1147.50	-1243.13
营业成本	-1570.45	-3026.76	-5657.00	-7792.50	-9397.89
<b>毛利率 (%)</b>	<b>27.8%</b>	<b>30.8%</b>	<b>39.3%</b>	<b>43.1%</b>	<b>47.0%</b>
<b>毛利润</b>	<b>604.93</b>	<b>1348.91</b>	<b>3657.74</b>	<b>5894.03</b>	<b>8337.75</b>
YOY (%)	<b>3998.4%</b>	<b>123.0%</b>	<b>171.2%</b>	<b>61.1%</b>	<b>41.5%</b>
其他收益	15.89	189.65	350.00	400.00	450.00
销售费用	-969.54	-1830.88	-3696.40	-5193.85	-6987.50
管理费用和一般及行政费用	-385.87	-657.22	-1210.92	-1642.38	-1970.86
研发费用	-156.63	-353.79	-652.03	-958.06	-1245.47
<b>营业支出</b>	<b>-1496.15</b>	<b>-2652.24</b>	<b>-5209.35</b>	<b>-7394.29</b>	<b>-9753.84</b>
YOY (%)	<b>49.1%</b>	<b>77.3%</b>	<b>96.4%</b>	<b>41.9%</b>	<b>31.9%</b>
<b>营业利润</b>	<b>-891.22</b>	<b>-1303.33</b>	<b>-1551.61</b>	<b>-1500.26</b>	<b>-1416.08</b>
YOY (%)	<b>9.9%</b>	<b>-46.2%</b>	<b>-19.0%</b>	<b>3.3%</b>	<b>5.6%</b>
利息费用	-14.27	-123.44	-70.00	-50.00	-40.00
可转换票据投资公允价值变动损益	-472.88	-0.87	0.00	0.00	0.00
其他	9.76	-55.60	35.00	30.00	30.00
除税前且未扣除应占权益法投资净利润	-1368.61	-1483.24	-1586.61	-1520.26	-1426.08
所得税	-85.86	-141.64	-200.00	-250.00	-300.00
应占股权投资损益	-3.24	0.72	0.00	0.00	0.00
净利润(含少数股东权益)	-1457.71	-1624.16	-1786.61	-1770.26	-1726.08
少数股东损益	-5.08	6.10	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>-1462.79</b>	<b>-1618.06</b>	<b>-1786.61</b>	<b>-1770.26</b>	<b>-1726.08</b>
YOY (%)	<b>-52.2%</b>	<b>-10.6%</b>	<b>-10.4%</b>	<b>0.9%</b>	<b>2.5%</b>
股份数 (万股)	43660.18	47726.49	55000.00	57500.00	60000.00
EPS	-3.35	-3.39	-3.25	-3.08	-2.88
YOY (%)	-18.0%	-1.2%	4.2%	5.2%	6.6%

资料来源: Wind、Sea 2020 年报、Sea 2021 年 Q3 季报、天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com