

SEA Limited (SE.US)

证券研究报告

2020 年 12 月 02 日

东南亚综合电子业务龙头发展迅速，三大板块协同并进相辅相成

作者

李泽宇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520110002

lizeyu@tfzq.com

SEA：定位东南亚电子业务整体解决方案，全球布局扩大潜在市场

SEA 成立于 2009 年 5 月，2017 年上市，主要业务分三个板块，分为是数字娱乐（Garena）、电子商务（Shopee）和数字金融服务（SeaMoney）。

数字娱乐板块的季度活跃用户持续高增长，季度付费用户同样稳步增长。随着公司将数字娱乐板块扩张至拉丁美洲，活跃用户和付费用户有望持续提升。其次，Garena 通过自主研发的热门游戏 Free Fire 不断的扩张全球市场，公司按地区来算的收入结构正不断从单纯依靠东南亚与其他亚洲地区发展至拉丁美洲乃至其他国家。

电商板块 GMV（商品总价值）和总订单量均增长迅速，而如此迅速的增长仅基于东南亚市场目前相对较低的市场渗透率。随着电商板块业务的逐渐稳定，电商板块的 GMV Take Rate（总商品价值收费率）有望不断提高，贡献更高的收入；其次，电商板块的营销和销售费占比 GMV 有望不断下降，提高电商板块的盈利水平。

公司整体盈利水平不断改善，2017-19 年分别实现归母净利润 -4.81/-9.44/-8.68 亿美元；随着公司持续通过收费工具等多种模式提高收入水平，归母净利润的亏损幅度有望快速收窄。

数字娱乐或将短期驱动收入稳步增长，电商中期有望贡献收入高增长，数字金融有望保障长期发展稳定

Garena 专注于提供移动端和 PC 端在线游戏，并为全球市场开发移动游戏。根据 Newzoo 和 Niko Partners 测算，按收入来看，Garena 在 2019 年的网络游戏市场份额在公司运营地区排名第一。Garena 正逐步通过收购有价值与研发能力的游戏开发公司及人材，从第三方游戏发行商转变为自主游戏开发商；通过自主研发热门游戏，如根据 App Annie 数据测算的 2019 年全年全球下载量最高的移动端游戏 Free Fire，Garena 正向全球市场进发，并有望提高收费模式效益和发展新型收费模式快速提高收入水平。

Shopee 以移动端为中心、以社交为重点，集成支付和物流基础设施以及全面的卖家服务。根据 Frost & Sullivan 数据测算，按 GMV 和总订单量计算，Shopee 是 2019 年公司运营地区最大的电子商务平台。东南亚电商渗透率低，空间大，Shopee 通过现有的高市场份额以及各个地区运营的本地化能力优势，有望快速的抢占市场空间。其次，Shopee 一直专注于建立平台市场的规模和流动性，随着 GMV 和市场份额的不断增长，平台将不断提升收费模式的效益。

SeaMoney 通过向第三方商户收取电子钱包服务的佣金，以及通过消费信贷业务从借款人处赚取利息。根据 IDC 的数据显示，SeaMoney 是 2019 年公司运营地区领先的数字金融服务提供商。公司已在 2019 年四季度完成 SeaMoney 与另两大板块的整合，大幅提高了三个板块之间所产生的协同效益。SeaMoney 通过优先获取 Garena 与 Shopee 的用户快速的提高用户数量以及总付费金额。其次，该运营模式有助于提升用户粘性以及让 SEA 更加完善的成为东南亚整体电子业务解决方案。

东南亚数字化发展空间大，利于综合性电子商务平台高速发展

从互联网经济总量来看，东南亚地区未来增长空间高。2018 年东南亚地区电商消费额超过 500 亿美元，年化增长超过 20%。其次，互联网经济已占东南亚地区 GDP 的不到 3%，根据谷歌和淡马锡测算，到 2025 年，此数据将达 8%，增长空间十分广阔。其次，东南亚地区城市化水平有望快速并持续的提高，有助于快递与配送业务的配套发展。同时，东南亚地区互联网普及率正不断提升，尤其是移动端互联网的普及率增长十分迅速。并且，从支付角度来看，东南亚地区的传统支付手段（包括信用卡和银行账户）渗透率低，数字钱包、移动支付等新一代支付方式拥有广阔的发展空间。从东南亚电子业务未来发展的层面来看，东南亚独特的当地文化与多样的语言都指向能匹配并适应东南亚各地区特性的综合性电子商务平台将获得发展。

投资建议&盈利预测：

预计 2020-22 年公司实现营业收入 46.38 / 76.09 / 101.74 亿美元，同比增长 113.2% / 64.1% / 33.7%，实现归母净利润 -12.53 / -5.31 / 4.39 亿美元，同比增长 14.3% / 57.6% / 182.6%，EPS 分别为 -2.46 / -1.00 / 0.80 美元/股，同比增长 26.7% / 59.2% / 179.6%。通过 SOTP 估值，预计公司 2021 年目标价 236.53 美元，首次覆盖，给予“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。

内容目录

1. SEA：东南亚综合性电子业务平台	5
1.1. 公司简介	5
1.2. 公司组织框架	5
1.3. 公司管理层	6
1.4. 公司股权结构	6
1.5. 财务分析	6
1.5.1. 总账单收入更能体现公司营收的快速提高	6
1.5.2. 数字娱乐板块高速发展，电商、数字金融、其他服务板块快速扩张	8
1.5.3. 聚焦数字娱乐板块：用户快速增长，地区不断扩张，EBITDA 比例不断提升	9
1.5.4. 聚焦电商板块：GMV 和订单双高增长，板块营收占比不断提高，未来有望降费提效	11
1.5.5. 盈利水平和自由现金流不断改善	13
2. SEA：数字娱乐、电商、数字支付三驾马车齐头并进	14
2.1. 数字娱乐板块：快速发展助力公司业绩高增长	14
2.1.1. Garena 从第三方游戏发行商逐渐转向自主游戏开发商	14
2.1.2. 通过自主研发游戏向全球市场扩张	16
2.1.3. 通过全球市场吸引优质第三方开发商，提高收费模式效益	16
2.1.3.1. 与知名游戏开发商合作提高影响力，增加深度合作机会	17
2.1.3.2. 战令系统有望提高收费模式效益	17
2.2. 电商板块：市场与收费模式成长空间均十分广阔	19
2.2.1. 电商市场成长空间广阔，抢占市场正在进行时	19
2.2.2. 不断提高服务水平，提升收费模式效益，增强电商板块盈利能力	24
2.3. 数字金融服务板块：与数字娱乐与电商板块相辅相成	27
3. 东南亚的未来数字化格局有利于综合电子业务平台发展	31
4. 盈利预测和投资建议	35
5. 风险提示	38

图表目录

图 1：SEA 公司组织架构	5
图 2：GAAP 营业收入与 Non-GAAP 营业收入（总账单收入）对比（单位：百万美元）	7
图 3：公司递延收入增长迅速（单位：百万美元）	7
图 4：SEA 数字娱乐板块调整后收入和 EBITDA（单位：百万美元）	8
图 5：SEA 电商板块调整后收入和 EBITDA（单位：百万美元）	8
图 6：SEA 数字金融板块调整后收入和 EBITDA（单位：百万美元）	8
图 7：SEA 其他服务板块调整后收入和 EBITDA（单位：百万美元）	8
图 8：公司 Non-GAAP EBITDA 亏损幅度快速缩小（单位：百万美元）	9
图 9：SEA 数字娱乐板块季度活跃人数（单位：百万人次）	9
图 10：SEA 数字娱乐板块季度付费人数（单位：百万人次）	9

图 11: SEA 数字娱乐板块平均每个活跃用户带来的收入 (单位: 美元)	10
图 12: SEA 分地区收入结构正逐步向更广阔的全球市场进发	10
图 13: SEA 数字娱乐板块 EBITDA 比例不断提高, 彰显盈利水平大幅改善	11
图 14: SEA 电商板块 GMV 增长迅速 (单位: 百万美元)	12
图 15: SEA 电商板块总订单量增长迅速 (单位: 百万单)	12
图 16: SEA 电商板块收入占比 Non-GAAP 总收入比例不断提高 (单位: %)	12
图 17: SEA 电商 GMV Take Rate 不断提高 (单位: 百万美元)	12
图 18: SEA 电商 S&M 费用比例不断下降 (单位: 百万美元)	12
图 19: SEA 整体盈利水平趋势向好 (单位: 百万美元)	13
图 20: SEA 自由现金流趋势向好 (单位: 百万美元)	13
图 21: Garena 第三方游戏发行商业模式正面循环	15
图 22: Garena 的潜在移动端游戏市场大幅提升, 且仍具有广阔的发展空间 (单位: 亿美元)	16
图 23: Garena Free Fire 的 Elite Pass 付费价格	18
图 24: Garena Free Fire 的 Elite Pass 付费物品	18
图 25: 腾讯的王者荣耀 (多人在线战斗竞技场类游戏) 也推出战令系统提高收费模式效率	18
图 26: 东南亚各国与全球平均的网络渗透率 (截至 2019 年 8 月)	19
图 27: 东南亚互联网使用者的电商平台使用率 (截至 2019 年 9 月)	20
图 28: 东南亚移动端电商平台使用率 (截至 2019 年 9 月)	20
图 29: 全球各国消费者在 2018 年的人均电商平台购买消费品金额 (单位: 美元)	21
图 30: 全球各国消费者在 2018 年的人均电商平台购买消费品金额占比人均 GDP 比例 (单位: %)	21
图 31: 全球各国 2018 VS 2017 年的年化线上消费额增长率 (单位: %)	22
图 32: 全球各国 2018 VS 2017 年的年化线上消费品消费额增长率 (单位: %)	23
图 33: 东南亚线上经济分板块价值 (单位: 亿美元)	23
图 34: 2017 年 Q3 的 Shopee 产品类别分类占比 (根据占 GMV 的比例)	25
图 35: Shopee 大力推广节日促销吸引新用户	26
图 36: SeaMoney 数字金融服务业务分类	27
图 37: SeaMoney 与 Shopee 和 Garena 形成优质的协同效应, 相辅相成	28
图 38: SeaMoney 平台业务量发展十分迅速 (单位: 百万美元)	29
图 39: SeaMoney 的 Non-GAAP 收入整合后开始大幅好转 (单位: 百万美元)	30
图 40: SeaMoney 的 EBITDA: 前期投入高增长 (单位: 百万美元)	30
图 41: Square 的 EBITDA: 高投入带来高回报 (单位: 百万美元)	30
图 42: 2018 年东南亚各国互联网经济占比各国 GDP (单位: %)	31
图 43: 2019 年东南亚各国与全球城市化率 (单位: %)	31
图 44: GSMA Intelligence 根据移动互联网成熟度与连接程度的打分指数 (Mobile Connectivity Index)	32
图 45: 各国移动互联网使用者平均每日移动互联网使用时间 (单位: 分钟)	32
图 46: 全球各国 15 岁以上信用卡使用者占比 (单位: %)	33
图 47: 全球各国 15 岁以上银行账户拥有率 (单位: %)	33
图 48: 全球各国电子钱包使用率 (单位: %)	34

表 1: SEA 公司股权结构	6
表 2: 大逃杀类型手游用户数据（括号内为数据摘取日期）	15
表 3: Garena 平台仍在运营的游戏列表	17
表 4: 截至 2019 年 7 月的东南亚线上交易网站排名（根据访问量）	24
表 5: 截至 2019 年 1 季度的东南亚移动端购物 APP 排名（根据月活用户量）	24
表 6: Shopee 提供的物流服务优势	26
表 7: 东南亚国家移动网络与固定网络的平均网速排名	33
表 8: SEA 盈利预测表（除有备注外，其他单位均为百万美元）	35
表 9: SEA 数字娱乐板块 EBITDA 测算（单位：百万美元）	36
表 10: 数字娱乐行业美股上市可比公司（市值单位：亿美元）	36
表 11: SEA 电子商务板块 GMV 测算（单位：百万美元）	37
表 12: 电子商务行业美股上市可比公司（市值单位：亿美元）	37
表 13: SEA 数字金融板块 TPV 测算（单位：百万美元；备注：SEA 在 2020 年 Q1 首次披露 TPV）	37
表 14: 数字金融行业美股上市可比公司（市值单位：亿美元）	37
表 15: SEA 通过 SOTP 估值测算 2021 年目标价（单位：百万美元）	38

1. SEA：东南亚综合性电子业务平台

1.1. 公司简介

SEA 成立于 2009 年 5 月，2017 年上市，主要业务分三个板块，分为是数字娱乐（Garena）、电子商务（Shopee）和数字金融服务（SeaMoney）。

公司在 2009 年 5 月成立之初就开始了数字娱乐业务，到 2019 年，已经将业务扩展到了印度尼西亚、中国台湾、越南、泰国、菲律宾、马来西亚、新加坡和拉丁美洲。公司自主研发的射击游戏 Free Fire 也在全球 130 多个市场上提供下载。

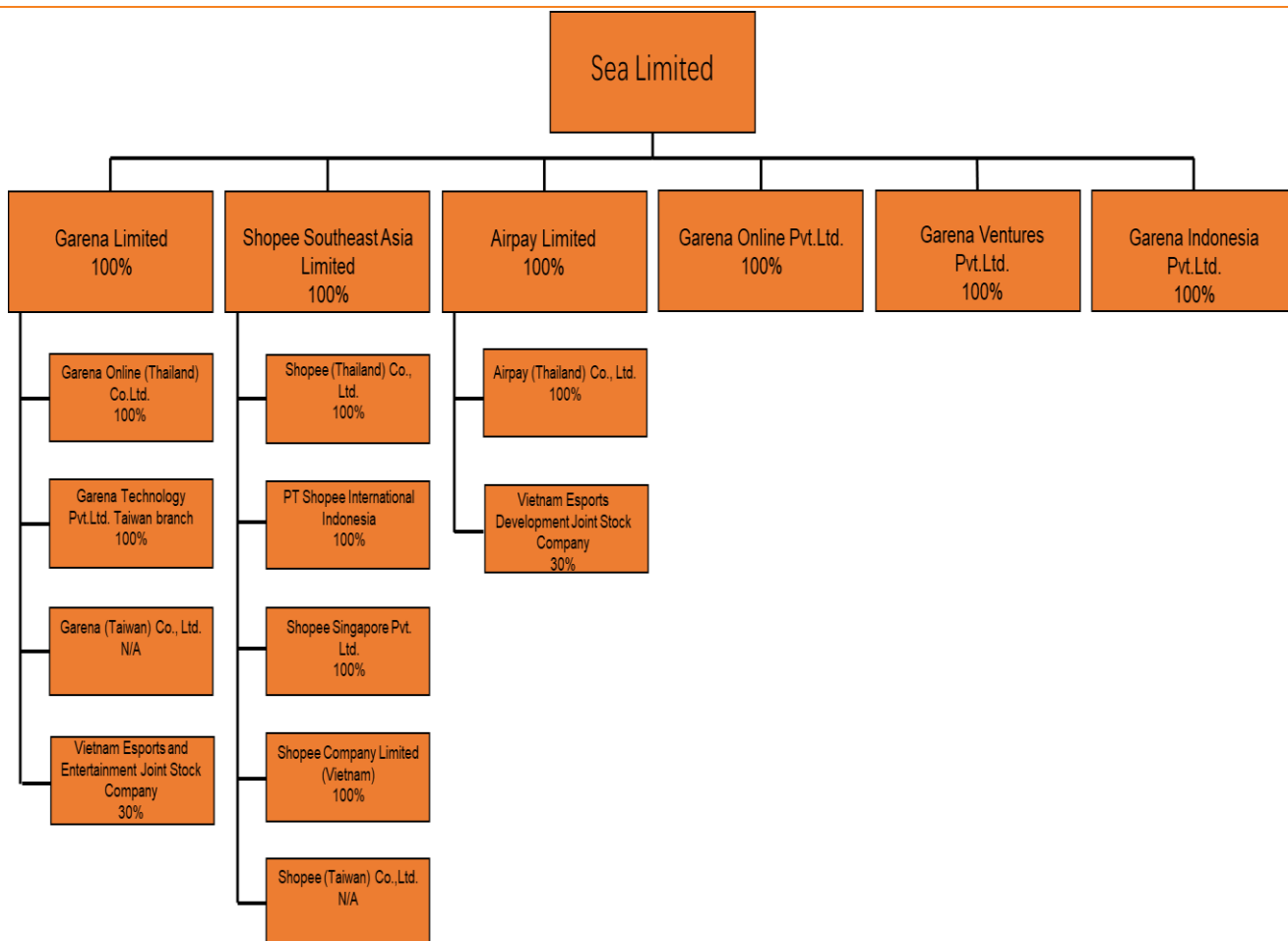
公司于 2015 年 6 月和 7 月初在这七个亚洲市场推出了电子商务平台 Shopee，在 2019 年的第四季度将 Shopee 带入巴西。

公司于 2014 年 4 月在越南推出了数字金融服务平台 AirPay（现已更名为 SeaMoney），同年 6 月在泰国推出。SeaMoney 应用程序在泰国、越南和中国台湾地区可用，SeaMoney 柜台在泰国、越南、印度尼西亚和菲律宾运营。

1.2. 公司组织框架

2009 年 5 月 8 日，Garena Interactive Holding Limited 作为公司的控股公司在开曼群岛成立。公司首先发展的是数字娱乐业务，因此，Garena 便作为公司的线上游戏平台延续至今。当公司将业务发展至电子商务和数字金融服务后，Garena 因为线上游戏平台的名声在外，对公司整体业务的包容性不够，因此，在 2017 年 4 月 8 日，Garena Interactive Holding Limited 变更为 Sea Limited 作为公司的控股公司。

图 1：SEA 公司组织架构



资料来源：SEA 招股书、天风证券研究所

1.3. 公司管理层

Forrest Li: 公司创始人，自 SEA Limited 成立起便是公司董事长和 CEO，是新加坡经济发展局董事会成员，也曾担任过香格里拉亚洲有限公司的独立非执行董事以及董事会提名委员会成员，曾在 Viacom Media Network、Corning Inc、Motorola 等跨国公司任职。Forrest 拥有斯坦福大学商学院的工商管理硕士学位和上海交通大学工学学士学位。

Gang Ye: 公司联合创始人，自 2010 年 3 月起担任 SEA Limited 董事会成员。自 2017 年 1 月起担任 COO，并在 2010 年 3 月至 2016 年 12 月期间担任 CTO。他曾在 Wilmar International 和新加坡经济发展委员会工作。他拥有卡内基梅隆大学的计算机科学和经济学双学士学位。

Yuxin Ren: 自 2013 年 9 月起担任 SEA Limited 董事会成员，担任腾讯控股的 COO，目前领导平台与内容板块和互动娱乐板块的发展，同时也担任腾讯控股某些子公司的董事或高管。在加入腾讯之前，他曾在华为工作。他拥有中欧国际商学院 EMBA 学位和中国电子科技大学的计算机和工学学士学位。

Tony Tianyu Hou: 自 2018 年 2 月起担任 SEA Limited 董事，于 2010 年 9 月加入公司，并自 2013 年 1 月起担任 CFO，以前是财务总监。2000 年 10 月至 2010 年 9 月，他是安永的高级审计经理，在中国和美国都工作过。他拥有不执业的中国以及美国的 CPA。他拥有芝加哥大学 Booth 商学院工商管理硕士学位和复旦大学会计学学士学位。

1.4. 公司股权结构

截至 2020 年 3 月 15 日，公司已发行和流通的普通股为 4.66 亿股，包括 3.14 亿的 A 类普通股和 1.52 亿的 B 类普通股。A 类普通股拥有一票投票权，B 类普通股拥有三票投票权。

截至 2020 年 3 月 15 日，Forrest Li 拥有 25.4% 的公司实际所有权，38.8% 的实际投票权；腾讯系一共拥有 25.6% 公司实际所有权，25.1% 的实际投票权。Blue Dolphins Venture Inc 是公司董事长李先生 100% 控股。

表 1: SEA 公司股权结构

高管持股	职位	A 类	B 类	A+B 所有权	投票权
Forrest Xiaodong Li	董事长、CEO	32,916,092	92,101,446	25.40%	38.80%
Gang Ye	COO	31,364,481	-	6.70%	3.20%
Khoon Hua Kuok	独董	17,549,838	-	3.80%	2.30%
David Jingye Chen	独董	10,450,485	-	2.20%	1.10%
全部高管持股		88,616,602	92,101,446	36.60%	45.70%
机构持股					
腾讯系		12,829,584	106,647,910	25.60%	25.10%
Blue Dolphins Venture Inc		-	45,527,793	9.80%	17.70%

资料来源：SEA 2019 年年报、天风证券研究所

1.5. 财务分析

1.5.1. 总账单收入更能体现公司营收的快速提高

公司在财务报表中反馈的 GAAP 营业收入与公司的 Non-GAAP 营业收入有很大的差距，调整后营业收入体现了公司的总账单收入，而总账单收入比 GAAP 营业收入高出的部分主要体现在公司的数字娱乐板块。

公司的数字娱乐板块的收入确认模式造成了公司名义上的 GAAP 营业收入大幅低于总账单收入。数字娱乐板块的收入是在履行义务期内确认，公司有义务在预计交付义务期内提供

在线游戏中购买的虚拟物品的使用/访问权。而交付义务期是根据所销售的虚拟物品的预计平均寿命、付费用户的平均游戏寿命或所述游戏或类似游戏的预计游戏授权期限来确定。

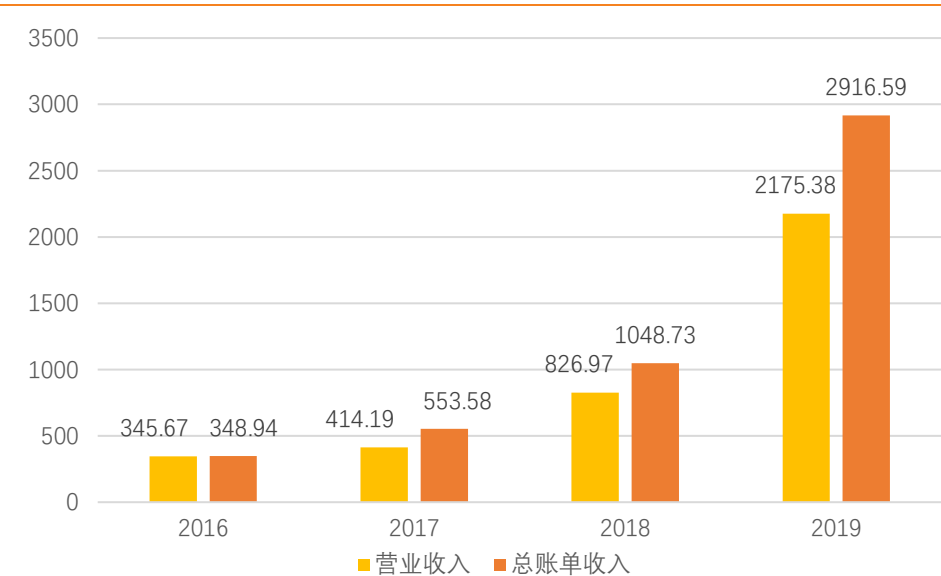
基于商品的收入模式：虚拟物品有不同的寿命，包括时间限制的、消耗性的和耐用型的。时间限制的虚拟物品是指有规定到期时间的物品，其收入按时间单位在期间内按比例确认。消耗性的虚拟物品是指可以通过特定的用户操作消耗的物品，并有重复使用的限制，其收入在消耗时确认。耐用型的虚拟物品是指能够为客户提供服务的物品，用户在较长时期内持续受益，其收入按平均寿命周期比例确认，而这个平均寿命周期是根据用户的历史使用方式和对虚拟物品的游戏行为来估计的。公司每季度评估一次耐用虚拟物品的估计平均寿命。

基于用户的收入模式：公司跟踪付费用户在每款游戏中的活跃度，公司的基于用户的收入模型将测算付费用户的平均游戏寿命。当付费用户在某一游戏中不再活跃，并达到一定期限后，模型有理由相信这些用户不会再回到该游戏。公司测算这些付费用户的不活跃率，并在每个季度都修改预测的付费用户平均游戏寿命。

基于游戏的收入模式：如果没有更好的测算方法，则在预计的游戏许可证期间按比例确认收入。

由此可见，公司公布的 GAAP 财务报表中的营业收入已经减去了虚拟物品在物品寿命期中的摊销。因此，公司的 Non-GAAP 营业收入才是对公司总账单收入以及公司实际运营情况最好的体现。

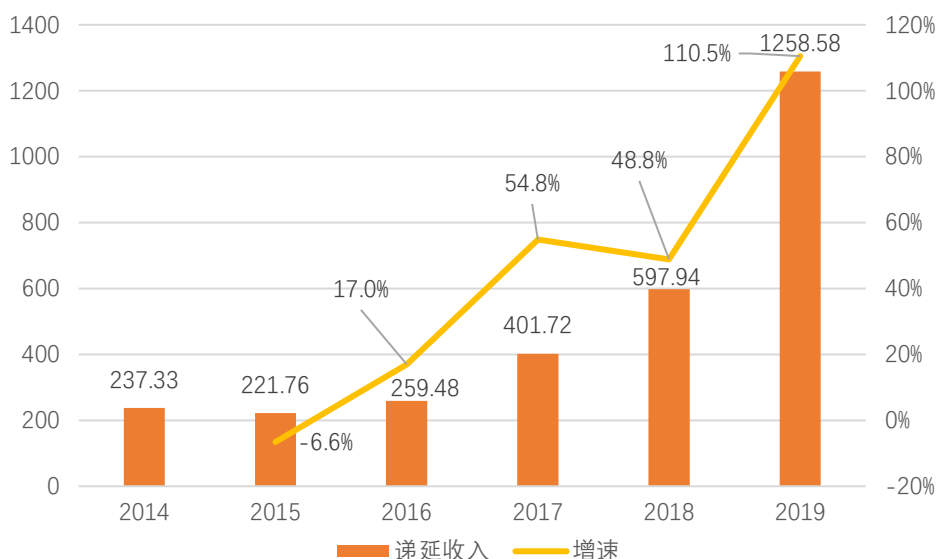
图 2：GAAP 营业收入与 Non-GAAP 营业收入（总账单收入）对比（单位：百万美元）



资料来源：SEA 2017-2019 季报、天风证券研究所

虚拟物品因为 GAAP 会计准则而计算为物品寿命期的摊销最终造成了 GAAP 营业收入与 Non-GAAP 总账单收入的差距。而这部分的摊销则在资产负债表上显示为递延收入负债。公司递延收入负债的快速增长也从侧面体现出了公司业务的快速发展。

图 3：公司递延收入增长迅速（单位：百万美元）

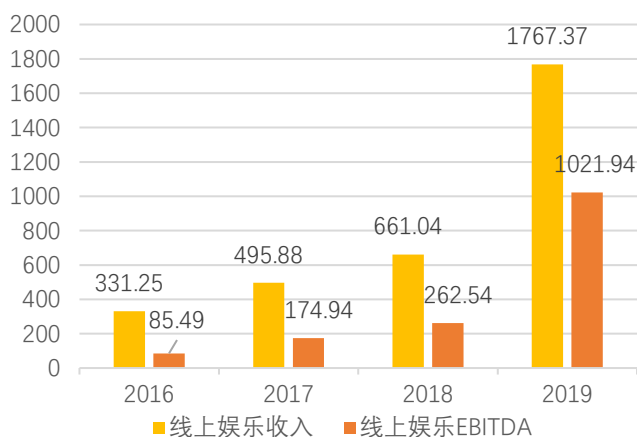


资料来源：SEA 招股书、SEA 2019 年年报、天风证券研究所

1.5.2. 数字娱乐板块高速发展，电商、数字金融、其他服务板块快速扩张

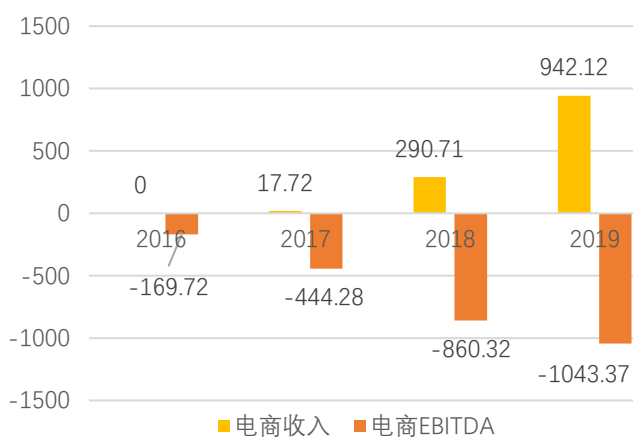
分业务板块来看，各个板块的 Non-GAAP 业绩数据分化明显。数字娱乐板块收入与 EBITDA 保持高增长。电商板块收入保持高增长，因公司持续扩张而导致各项费用的不断提升，EBITDA 仍在不断下滑。

图 4：SEA 数字娱乐板块调整后收入和 EBITDA（单位：百万美元）



资料来源：SEA 2017-2019 季报、天风证券研究所

图 5：SEA 电商板块调整后收入和 EBITDA（单位：百万美元）

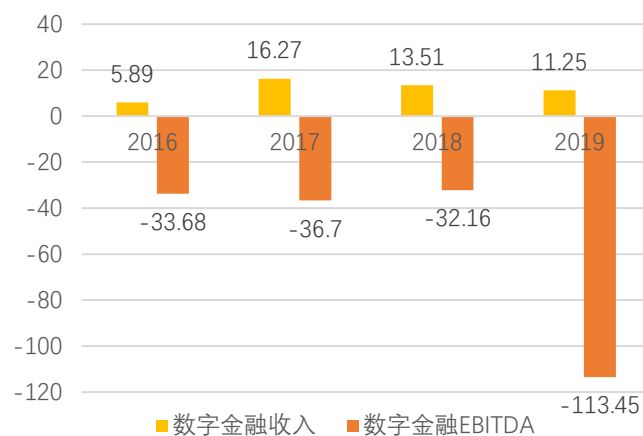


资料来源：SEA 2017-2019 季报、天风证券研究所

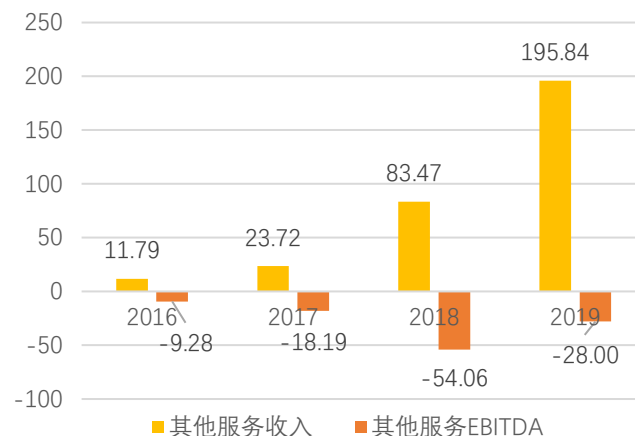
数字金融板块收入保持平稳，而各项费用的提升导致 EBITDA 不断下滑。其他业务板块收入保持高速增长，EBITDA 亏损幅度正在缩减。

图 6：SEA 数字金融板块调整后收入和 EBITDA（单位：百万美元）

图 7：SEA 其他服务板块调整后收入和 EBITDA（单位：百万美元）



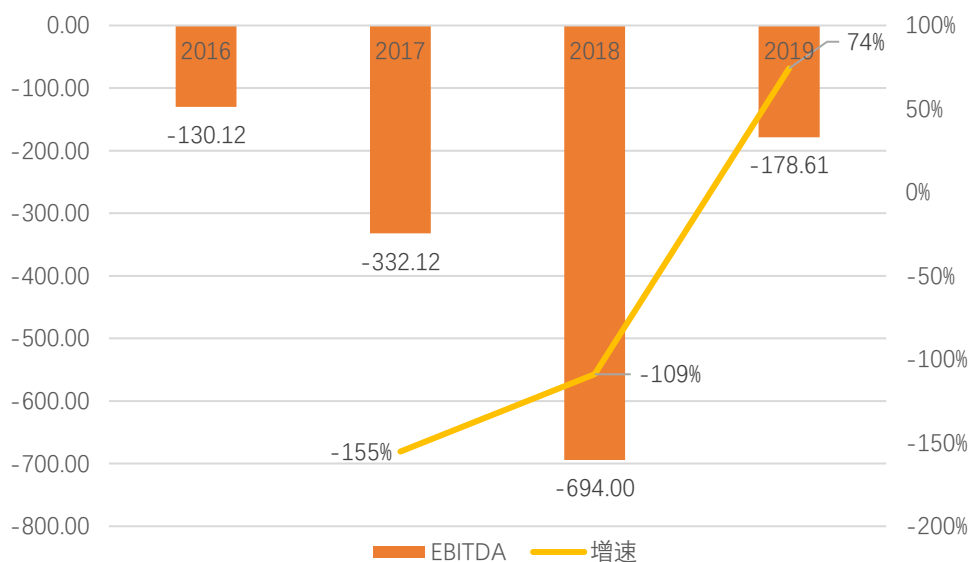
资料来源：SEA 2017-2019 季报、天风证券研究所



资料来源：SEA 2017-2019 季报、天风证券研究所

公司整体的 Non-GAAP EBITDA 亏损幅度也在不断缩小，通过数字娱乐板块的不断提高的盈利能力，不断投入并快速扩张的电商与数字金融板块有望在形成规模效应后，实现流量与规模的变现，从而快速提高公司整体的盈利水平。

图 8：公司 Non-GAAP EBITDA 亏损幅度快速缩小（单位：百万美元）



资料来源：SEA 2017-2019 季报、天风证券研究所

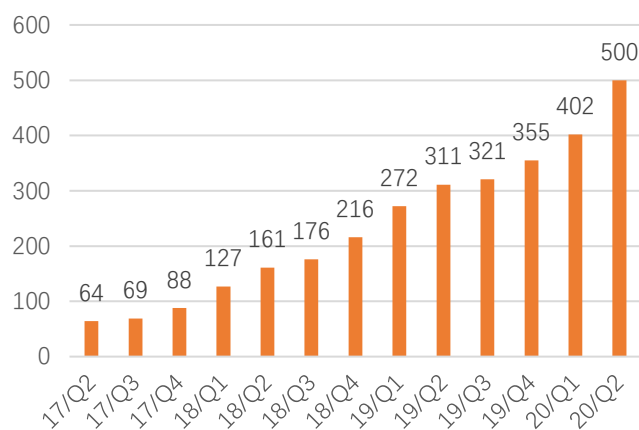
1.5.3. 聚焦数字娱乐板块：用户快速增长，地区不断扩张，EBITDA 比例不断提升

公司数字娱乐板块的季度活跃用户持续高增长，季度付费用户同样稳步增长。随着公司将数字娱乐板块扩张至拉丁美洲，活跃用户和付费用户有望持续提升。

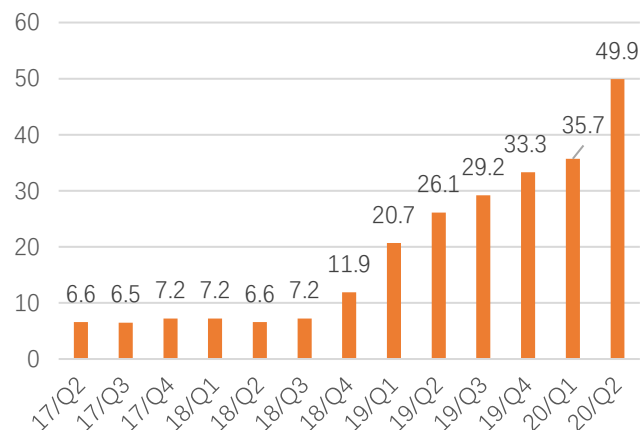
自 2017 年二季度起截至 2020 年二季度，公司数字娱乐板块的季度活跃用户从 2017 年 Q2 的 0.64 亿人增长至 2020 年 Q2 的 5 亿人，三年的复合年化增长高达 198.43%；而季度付费用户从 2017 年 Q2 的 660 万人增长至 2020 年 Q2 的 4990 万人，三年的复合年化增长高达 196.27%。

图 9：SEA 数字娱乐板块季度活跃人数（单位：百万人次）

图 10：SEA 数字娱乐板块季度付费人数（单位：百万人次）



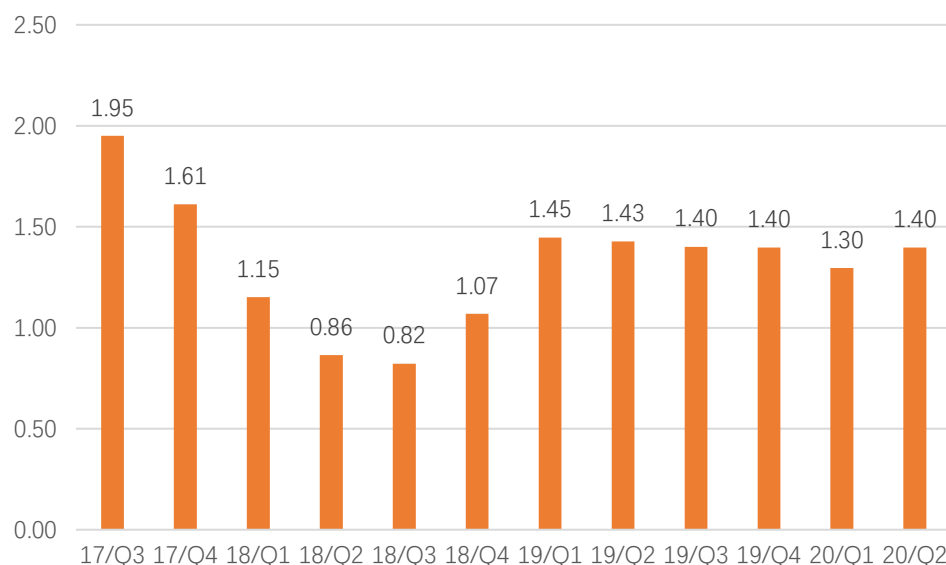
资料来源：SEA 2017-2020 季报、天风证券研究所



资料来源：SEA 2017-2020 季报、天风证券研究所

从平均每个活跃用户为公司数字娱乐板块贡献的收入来看，公司在经历这几年的数据波动后，活跃用户均收入趋势向稳，自 2019 年 Q1 起，基本保持在 1.40 美元。在稳定的活跃用户均收入的态势下，公司有望在不断扩张数字娱乐板块至全球更多区域的同时，保持数字娱乐板块收入的基本稳定增长。

图 11：SEA 数字娱乐板块平均每个活跃用户带来的收入（单位：美元）

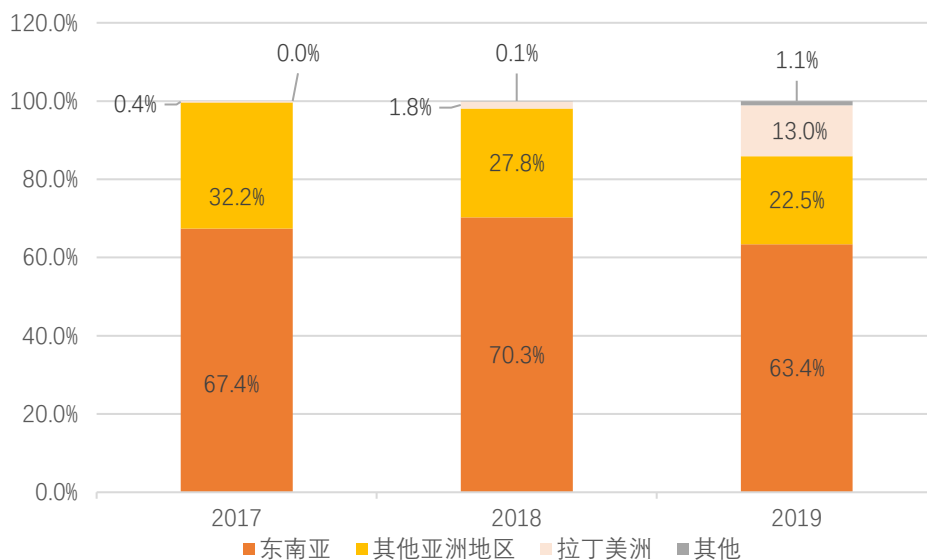


资料来源：SEA 2017-2020 季报、天风证券研究所

而数字娱乐板块正通过公司完全自主研发的一款大逃杀类型的荒岛生存射击游戏《Free Fire》快速抢占全球多个地区的市场。这款热门游戏于 2017 年 12 月推出，使得公司在东南亚和中国台湾等传统市场之外，实现了全球市场的推广发展。Free Fire 目前可在全球 130 多个市场的 Google Play 和 IOS 应用商店下载。根据 App Annie 的数据显示，Free Fire 是 2019 年全球下载量最大的手机游戏。自上线以来，截至 2020 年 8 月，Free Fire 已经取得了超过 1 亿的峰值日均活跃用户数的成就。目前，公司在上海的游戏开发工作室有 400 多名开发人员正专注于提升 Free Fire 的游戏性，同时建立公司的自主研发游戏管线。

通过 Free Fire 不断的扩张全球市场，公司按地区来算的收入结构正不断从单纯依靠东南亚与其他亚洲地区发展至拉丁美洲乃至其他国家。

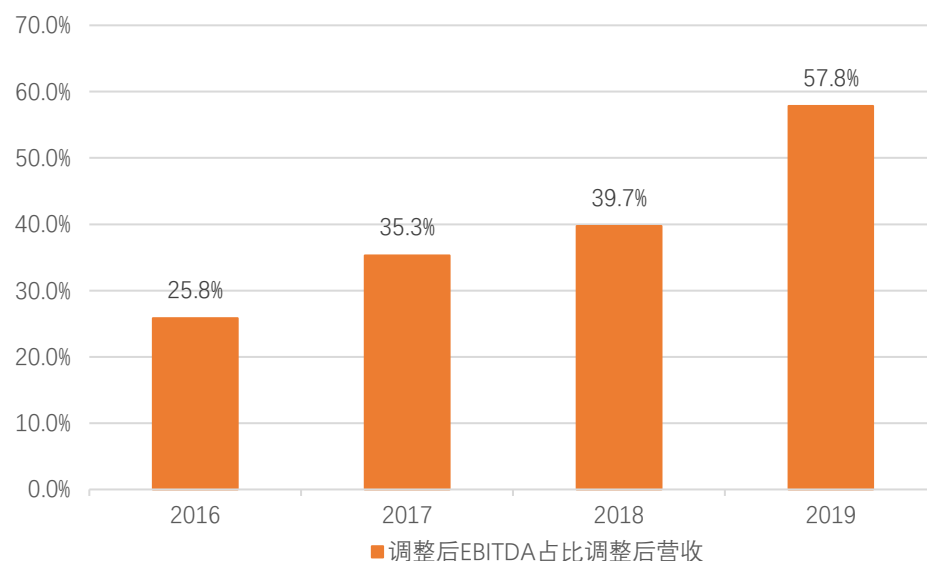
图 12：SEA 分地区收入结构正逐步向更广阔的全球市场进发



资料来源：SEA 2019 年年报、天风证券研究所

同时，公司通过自主研发游戏，数字娱乐板块的调整后 EBITDA 比例不断提高，彰显盈利水平大幅改善。2016 年的调整后 EBITDA 占调整后营收比例仅为 25.8%，2019 年已大幅提高至 57.8%，我们预计未来公司还将通过自主研发管线不断推出新游戏，盈利水平有望持续稳步提高。

图 13：SEA 数字娱乐板块 EBITDA 比例不断提高，彰显盈利水平大幅改善



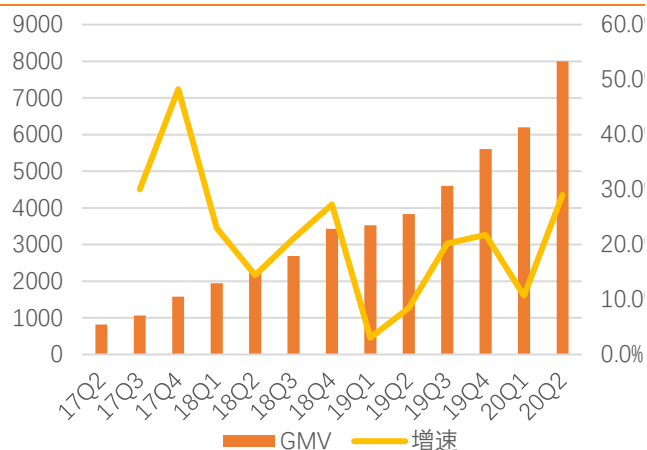
资料来源：SEA 2017-2019 年季报、天风证券研究所

1.5.4. 聚焦电商板块：GMV 和订单双高增长，板块营收占比不断提高，未来有望降费提效

公司的电商板块 GMV（商品总价值）和总订单量均增长迅速，而如此迅速的增长仅基于东南亚市场目前相对较低的市场渗透率。根据 Frost & Sullivan 数据显示，东南亚电商市场规模在 2021 年的将达到 828 亿美元，但这仅仅占东南亚 2021 年零售市场消费额的 11.5%，电商市场渗透率具有非常大持续成长空间。

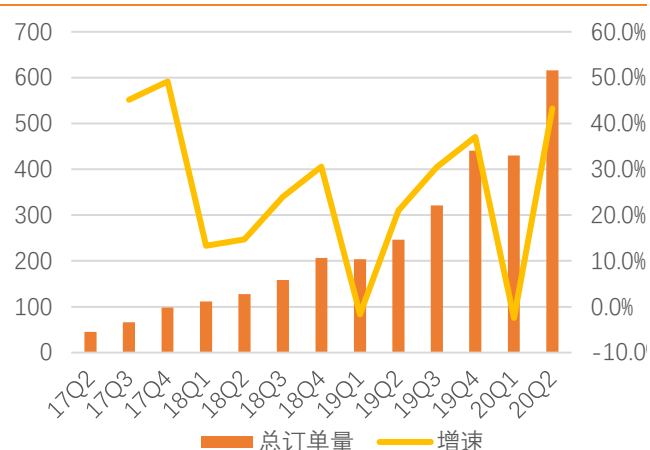
从公司电商板块 GMV 来看，自 2017 年二季度起截至 2020 年二季度，公司电商板块 GMV 从 2017 年 Q2 的 8.19 亿美元增长至 2020 年 Q2 的 80 亿美元，三年的年化复合增长率达 213.8%；而公司电商板块总订单量从 2017 年 Q2 的 4540 万单增长至 2020 年 Q2 的 6.16 亿单，三年的年化复合增长率达 238.5%。

图 14: SEA 电商板块 GMV 增长迅速 (单位: 百万美元)



资料来源: SEA 2017-2020 年季报、天风证券研究所

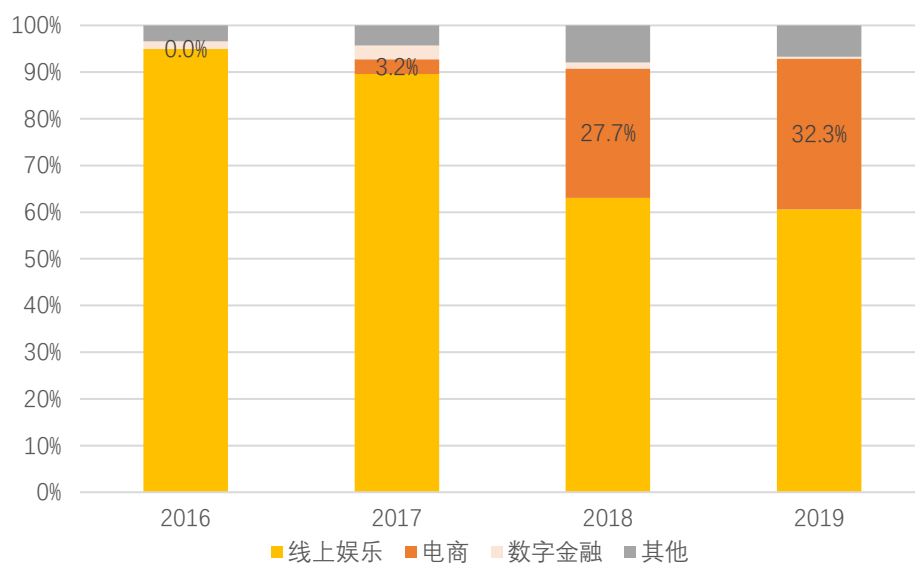
图 15: SEA 电商板块总订单量增长迅速 (单位: 百万单)



资料来源: SEA 2017-2020 年季报、天风证券研究所

从公司整体运营来看,电商板块的重要性也在不断提高。从收入端来看,2016 年的电商板块并没有为公司贡献任何收入,2017 年电商板块贡献收入占 Non-GAAP 总收入的 3.2%,2018 年增长至 27.7%,2019 年增长至 32.3%。随着东南亚电商市场渗透率不断地提升,预计公司的电商板块为公司总收入的贡献也将不断提高。

图 16: SEA 电商板块收入占比 Non-GAAP 总收入比例不断提高 (单位: %)



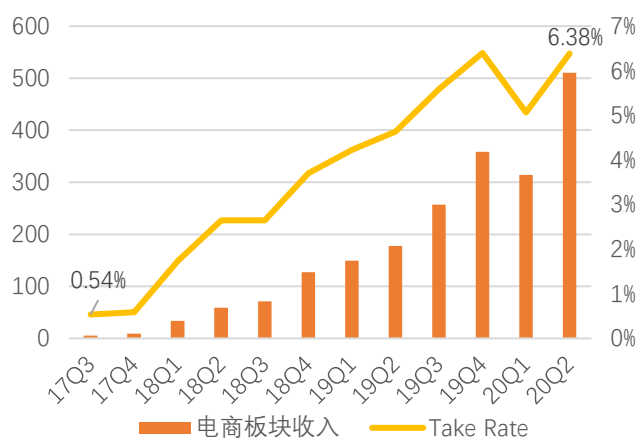
资料来源: SEA 2017-2019 季报、天风证券研究所

随着电商板块业务的逐渐稳定,公司在电商板块的 GMV Take Rate (总商品价值收费率) 有望不断提高,贡献更高的收入;其次,电商板块的营销和销售费占比 GMV 有望不断下降,提高电商板块的盈利水平。

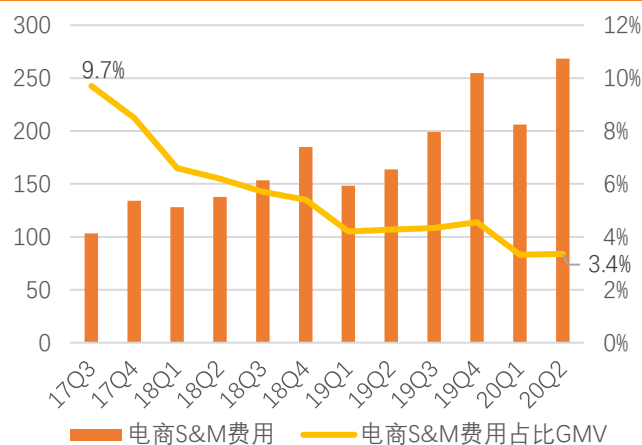
从 GMV Take Rate 来看,电商板块在 2017 年 Q3 的 GMV 为 10.6 亿美元,电商板块 2017 年 Q3 的收入仅为 570 万美元,Take Rate 为 0.54%,而 2020 年 Q2 的 Take Rate 增长至 6.38%。从费用端来看,电商板块在 2017 年 Q3 的营销和销售费用为 1.03 亿美元,电商营销和销售费用占比 GMV 为 9.7%,而 2020 年 Q2 的占比已经降低至 3.4%。

图 17: SEA 电商 GMV Take Rate 不断提高 (单位: 百万美元)

图 18: SEA 电商 S&M 费用比例不断下降 (单位: 百万美元)



资料来源：SEA 2017-2020 年季报、天风证券研究所

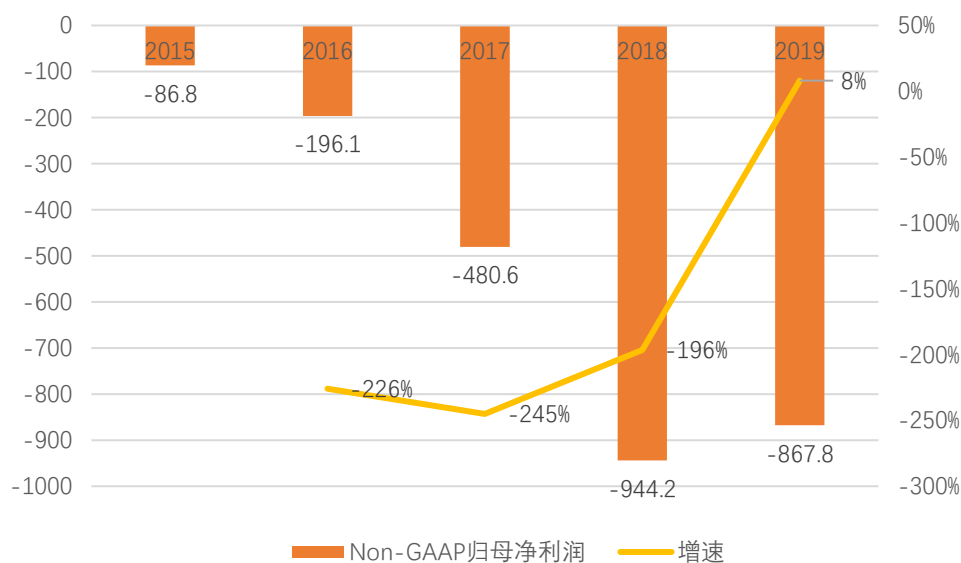


资料来源：SEA 2017-2020 年季报、天风证券研究所

1.5.5. 盈利水平和自由现金流不断改善

公司整体盈利水平不断改善，2015 年实现 Non-GAAP 归母净利润-0.87 亿美元；随着公司的扩张以及费用的大幅上涨，公司 Non-GAAP 归母净利润出现峰值亏损额，为-9.44 亿美元；2019 年，通过提效降费，公司 Non-GAAP 归母净利润亏损收窄，为-8.68 亿美元；随着公司持续通过收费工具等多种模式提高收入水平，Non-GAAP 归母净利润的亏损幅度有望快速收窄。

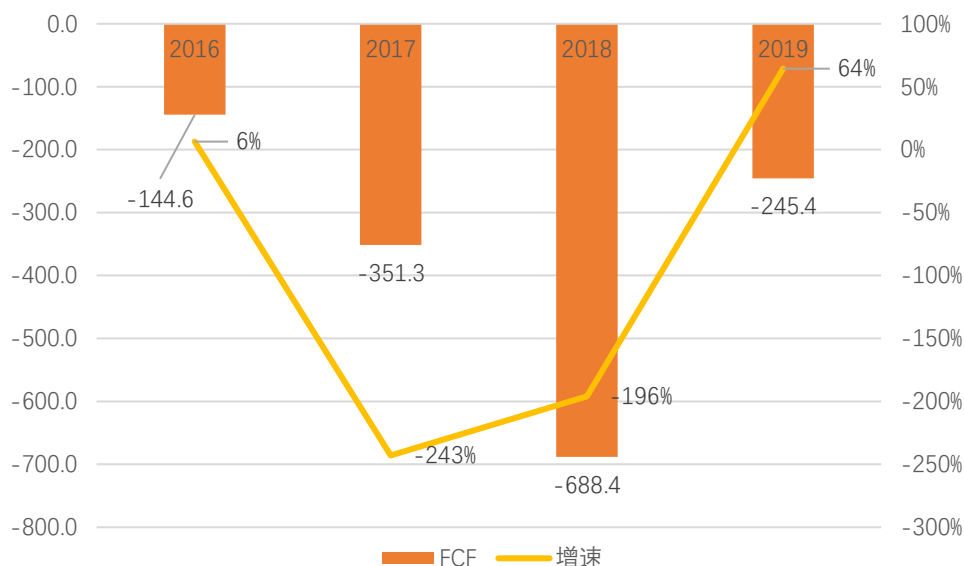
图 19：SEA 整体盈利水平趋势向好（单位：百万美元）



资料来源：SEA 2019 年年报、天风证券研究所

从自由现金流水平也能看出，随着电商板块费用的下降以及数字娱乐板块的收入高增长，自由现金流趋势向好。公司在 2016 年的自由现金流约-1.45 亿美元，在 2018 年实现峰值自由现金流亏损，约为 6.88 亿美元，而 2019 年自由现金流亏损幅度大幅收窄，同比增长 64%至-2.45 亿美元。随着公司销售和营销费用的不断降低，自由现金流亏损幅度有望持续收窄，并扭亏为盈。

图 20：SEA 自由现金流趋势向好（单位：百万美元）



资料来源：SEA 招股书、SEA 2019 年年报、天风证券研究所

2. SEA：数字娱乐、电商、数字支付三驾马车齐头并进

2.1. 数字娱乐板块：快速发展助力公司业绩高增长

Garena 是公司数字娱乐板块的主要运营平台，专注于提供移动端和 PC 端在线游戏，并为全球市场开发移动游戏。根据 Newzoo 和 Niko Partners 测算，按收入来看，Garena 在 2019 年的网络游戏市场份额在公司运营地区排名第一。

公司在 2009 年成立时就开始数字娱乐业务。公司为用户提供由公司开发或授权的高参与性和本地化的在线内容，并组织赞助线上和线下游戏活动。公司主要专注于游戏开发、策划、本地化、运营、发行、收费化和支付方式，同样也在建设用户社区和组织电子竞技活动。此外，公司还提供其他娱乐内容，如游戏直播，以及用户聊天和在线论坛等社交功能。

2.1.1. Garena 从第三方游戏发行商逐渐转向自主游戏开发商

Garena 的游戏包括自行开发的游戏和第三方开发商授权的游戏。公司提供大量的游戏涵盖了一些最流行和最吸引人的类型，如大逃杀游戏；多人在线战斗竞技场，或 MOBA；动作角色扮演游戏，或动作 RPG；大型多人在线角色扮演游戏，或 MMORPG；赛车游戏和体育游戏。在大多数游戏中，用户是在网络游戏服务器上的虚拟环境中进行在线游戏，这些服务器同时连接了大量的玩家在游戏中相互交流。

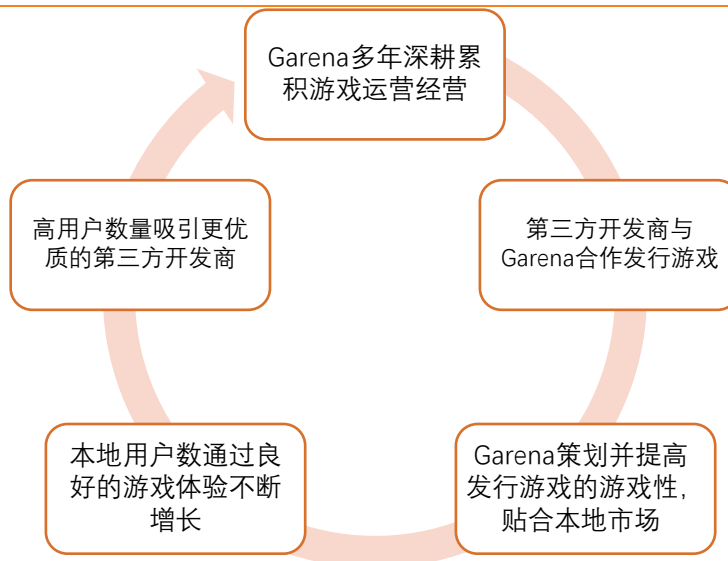
从第三方游戏发行角度来看，Garena 策划全球顶级的第三方游戏内容并在公司运营的市场上发布。通过 Garena 在市场的领导地位以及为本地游戏玩家运营和定制游戏的成功经验，全球主要游戏开发商均与 Garena 建立了深厚的联系。而游戏开发商选择公司在东南亚、中国台湾、拉丁美洲市场上运营他们的游戏，也是基于 Garena 在这些市场的领先地位、在网络游戏界的良好声誉以及市场上运营和推广游戏的成功记录。因此，Garena 能够从世界一流的开发商处获得高质量的游戏，其中许多开发商与 Garena 的合作还是采取独家合作伙伴的模式。同时，Garena 依靠对运营地区的了解和多年的游戏运营经验，选择符合当地用户需求和偏好的游戏，与 Garena 庞大的用户群形成良性循环：当 Garena 以庞大的用户群吸引更多优质的游戏开发商合作时，Garena 能以更大体量的优质内容吸引更多用户。

Garena 能为第三方游戏开发商提供的服务包括游戏发布和托管、本地化、营销、发行、货币化、集成支付基础设施（包括接入公司的 SeaMoney 数字支付平台）以及线上和线下社区建设活动。

而 Garena 最吸引第三方游戏开发商的服务是 Garena 对授权游戏进行本地化，以适应每个

市场。Garena 与游戏开发商合作，将游戏内容翻译成当地语言，修改游戏设计以适当地当地用户的喜好，并满足每个司法管辖区的监管要求。Garena 还为特定市场开发独家的本地内容，以增强游戏对当地用户的吸引力。Garena 的内容本地化服务需要在所运营游戏的整个生命周期中与开发商保持循环反馈，大幅提高开发商对 Garena 的黏性。

图 21: Garena 第三方游戏发行商业模式正面循环






资料来源：SEA 招股说明书、SEA 2019 年年报、天风证券研究所

近几年，移动端游戏在 Garena 运营的市场上逐渐普及。在过去的三年里，Garena 移动端游戏业务也增长迅速。其中，Garena 是 Arena of Valor 在公司运营地区的独家运营商，这款游戏由腾讯与公司合作开发的移动端 MOBA 游戏已经成为公司运营地区最受欢迎的游戏之一。

从自主游戏开发来看，Garena 在 2017 年 12 月推出了第一款完全自主研发的游戏《Free Fire》，这是一款大逃杀类型的移动端游戏。Free Fire 让 Garena 在东南亚和中国台湾等传统市场之外逐渐向全球市场扩张。目前，该游戏已在全球 130 多个市场的 Google Play 和 iOS 应用商店上市。根据 App Annie 测算，Free Fire 是 2019 年全年全球下载量最高的移动端游戏。自推出以来，截至 2020 年 8 月，Free Fire 取得了超过 1 亿的峰值 DAU（日均活跃用户）的好成绩。

表 2: 大逃杀类型手游用户数据（括号内为数据摘取日期）

	Free Fire	PUBG Mobile	Fortnite
			
注册用户	4.5 亿（2019/5）	4.0 亿（2019/6）	3.5 亿（2020/5）
峰值日均活跃用户	1.0 亿（2020/6）	0.5 亿（2020/7）	-

资料来源：SEA 2019 年 Q1 季报、SEA 2020 年 Q2 季报、Statista、PCGamesN、SportSkeeda、天风证券研究所

同时，Garena 也计划继续提高游戏开发能力，让 Garena 开发的手机游戏迎合全球高度多元化市场的需求。而 Garena 的游戏开发能力得益于在全球市场运行自主研发的游戏（Free Fire）时收集的经验和大数据。Garena 在上海的游戏开发工作室有超过 400 名开发人员，专注于提升 Free Fire 的游戏性，同时建立自主研发游戏的管线。

2020 年 1 月，Garena 收购了位于加拿大的独立游戏开发工作室 Phoenix Labs。而 Phoenix Labs 是由三位前 Riot Games（开发了英雄联盟的拳头公司）的游戏开发者共同创立，同时拥有多位来自于 BioWare、Riot Games、Capcom 和 Blizzard 的老将。预计此次收购将进一

步增强 Garena 自主研发的游戏内容创作能力。

2.1.2. 通过自主研发游戏向全球市场扩张

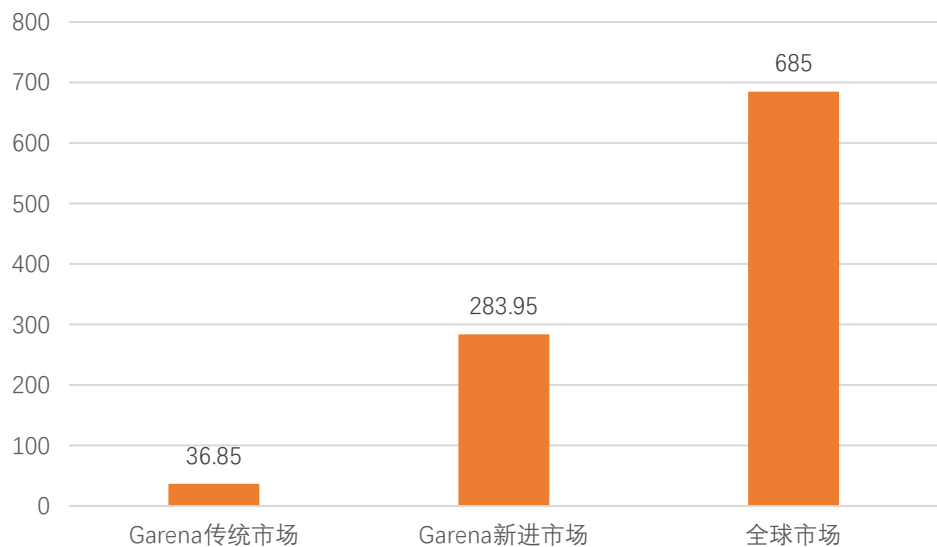
Garena 作为第三方游戏发行商的传统营业地区是东南亚各国以及中国台湾，随着 Garena 自主研发的游戏 Free Fire 的问世，Garena 逐渐将业务扩展至其他亚洲国家、巴西、墨西哥、印度、北美各国、俄罗斯和中东各国，大幅扩展了 Garena 游戏业务的潜在市场。

截至 2019 年，根据 Newzoo 数据测算，东南亚六国（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南）的游戏行业总市场为 44 亿美元，其中 31 亿来自于移动端市场，移动端市场占比约 70.45%。而中国台湾方面，根据 Newzoo 数据测算，游戏行业总市场为 13 亿美元，而移动端占比比例我们采用 Newzoo 的 2019 年全球游戏市场规模中移动端 45% 的平均占比水平，因此我们测算约 5.9 亿美元来自于移动端。因此，Garena 在传统营业地区的潜在市场约为 36.9 亿美元。

随着 Fire Free 在全球 130 个市场上崭露头角并成为 2019 年全年全球下载量最高的移动端游戏，Garena 也成功的向全球多个市场进军。根据 Newzoo 数据测算，2019 年全球游戏市场规模为 1521 亿美元，其中 685 亿美元来自于移动端，占比 45%，意味着 Garena 的未来潜在市场从东南亚与中国台湾的 36.9 亿美元增长至全球市场的 685 亿美元。

保守测算，我们只增加 Garena 当下披露已经开发的市场，包括其他亚洲国家、巴西、墨西哥、印度、北美各国、俄罗斯和中东各国，其中亚洲有日本与韩国、北美有加拿大与美国。根据 Newzoo 数据测算，美国游戏行业市场规模为 304 亿美元，采用 45% 的全球平均移动端占比水平，移动端约贡献 136.8 亿美元；日本游戏行业市场规模为 192 亿美元，移动端约贡献 86.4 亿美元；韩国游戏行业市场规模为 56 亿美元，移动端约贡献 25.2 亿美元；加拿大游戏行业市场规模为 23 亿美元，移动端约贡献 10.4 亿美元；俄罗斯游戏行业市场规模为 17 亿美元，移动端约贡献 7.65 亿美元；墨西哥游戏行业市场规模为 16 亿美元，移动端约贡献 7.2 亿美元；巴西游戏行业市场规模为 15 亿美元，移动端约贡献 6.8 亿美元；印度游戏行业市场规模为 8 亿美元，移动端约贡献 3.6 亿美元。Garena 新进运营区域的潜在移动端市场约为 284 亿美元，相比东南亚与中国台湾市场的 36.9 亿美元潜在移动端市场增长 670%；同时，对比全球 685 亿美元的潜在移动端游戏市场，Garena 仍具有广阔的发展空间。

图 22：Garena 的潜在移动端游戏市场大幅提升，且仍具有广阔的发展空间（单位：亿美元）



资料来源：Newzoo、天风证券研究所测算

2.1.3. 通过全球市场吸引优质第三方开发商，提高收费模式效益

Garena 通过 Free Fire 的成功开始向全球市场扩张，随着知名度的提升，Garena 有望在全

球市场吸引更多优质的第三方开发商进行游戏发行合作，同时提高自主游戏研发实力，持续扩大自身影响力，提高收费模式效益。

2.1.3.1. 与知名游戏开发商合作提高影响力，增加深度合作机会

Garena 大部分在线游戏都是由第三方游戏开发商授权的。Garena 与游戏开发商签订的游戏授权协议的期限一般为 2 至 7 年，经双方同意后可续签。截至目前，Garena 平台仍在运营的游戏包括 2009 年发行的 League of Legends(英雄联盟)和 2019 年发行的 Call of Duty: Mobile (使命召唤手机版)。Garena 从早期的以发行电脑端游戏为主的策略逐渐转向发行移动端游戏。同时，Garena 通过与全球闻名的游戏开发商（腾讯、Riot Games、PUBG Corporation、Electronic Arts、Activision）合作大大提高了自身在游戏市场的影响力，有望吸引更多第三方开发商与平台展开合作。

表 3：Garena 平台仍在运营的游戏列表

游戏名	中文名	游戏类型	开发商	游戏平台	发行日期
League of Legends	英雄联盟	多人在线战斗竞技场	Riot Games	电脑端	2009
Heroes of Newerth	超神英雄	多人在线战斗竞技场	Frostburn Studios	电脑端	2010
Firefall	火爆	组队射击/第一人称射击	Red 5	电脑端	2014
PUBG Lite	吃鸡手机版	大逃杀	PUBG Corporation	移动端	2016
Free Fire	我要活下去	大逃杀	111dots Studio/Omens Studios	移动端	2017
Blade & Soul	剑灵	大型线上脚色扮演	Team Bloodlust	电脑端	2017
Fifa Online 4	Fifa 在线 4	竞技足球	Electronic Arts	电脑端	2018
Ring of Elysium	无限法则	大逃杀	Tencent/Aurora Studio	电脑端	2018
Contra: Return	魂斗罗：归来	跑射	Tencent/Konami	移动端	2018
DD Tank	DD 战车	火炮	MMOG.asia/Changyou.com	移动端	2018
Call of Duty: Mobile	使命召唤：手机版	大逃杀	Activision	移动端	2019

资料来源：各游戏官网、天风证券研究所

而 Garena 在游戏市场的影响力提升不单能吸引更多第三方开发商与平台合作，还能提高与现有的关键游戏开发商的合作深度。

Garena 与腾讯的深度合作便是一个很好的例子。在 2018 年 11 月 16 日，Garena 与腾讯签订一份大师版权许可协议，核心元素是 Garena 可以在公司运营地区享有腾讯研发的游戏的优先购买权和选择游戏的权力。此合作协议让 Garena 能够持续获取优质的游戏管线和具有影响力的游戏知识财产。

2.1.3.2. 战令系统有望提高收费模式效益

Garena 的游戏收费模式属于“免费增值”模式，允许平台用户免费下载和玩功能齐全的游戏。平台主要通过向游戏玩家出售游戏中的物品来获得收入，这些物品包括游戏中的虚拟物品，如功能性或装饰性物品，以及季票。功能性或装饰性物品包括服装、武器或装备，玩家可以购买并在游戏环境中使用这些物品以增强游戏体验。购买季票的玩家在满足一定条件后可以获得额外的游戏内虚拟物品。选择购买游戏内物品的玩家，可以加快游戏进度，增强社交互动，享受更个性化的游戏体验。因此，用更优质的游戏吸引更多的平台用户通过“免费增值”的模式付费是 Garena 保持长期稳定发展的核心。

而“免费增值”模式的成功离不开战令系统的不断发展。在游戏行业，战令系统是一种收费方式，通常通过分级系统为游戏提供额外的内容，玩家通过玩游戏和完成特定挑战来获取游戏物品的奖励。战令系统起源于 2013 年的 Dota 2（刀塔 2），受到季票系统的启发，战令系统作为订阅费和战利品箱的替代品在 2010 年代末得到了更多的应用。战令系统往往提供免费通行证，所有用户都可以使用，还有一种高级通行证，需要年费或季费来换取强化物品和装饰类物品。

在一个游戏中，战令可以免费提供给玩家，也可以要求玩家通过付费形式购买。战令获得后，会给玩家若干奖励层级，通过赚取足够的经验来完成层级，玩家就能获得该层级提供

的奖励。这些奖励一般都是外观性的，比如角色和武器的自定义选项（也就是“皮肤”）、表情和其他不影响游戏的元素。更高的战令等级会提供更多令人心动的奖励，这为玩家提供了一种向其他玩家炫耀这些独特的自定义选项的方式，作为身份的象征。战令升级的经验通过正常游戏获得，通常是通过游戏中的挑战获得，而有些游戏则提供了通过微交易来加快通过战令来加速游戏进度的方法。在同时提供免费和付费战令的游戏中，免费战令的层数可能非常有限，或者提供的奖励较少或不太理想，但会同时提供相应进度的付费战令提醒玩家，让玩家可以随时购买付费战令来获得这些奖励。同时，战令和所包含的奖励是有时间限制的，最常见的是几个月，时间到了之后就会上线新赛季的战令与新战令中的一套新奖励。

Epic Games 的 Fortnite Battle Royale（堡垒之夜：空降行动）将战令系统发扬光大。这款免费游戏采用了“赛季”模式，每个赛季持续 10 周，期间提供一套新的装饰类物品和游戏表情。新发明的战令系统是从第二个赛季开始加入的，当时游戏的玩家基数正在大幅增长，并一直被使用至今。战令是通过一种名为 V-bucks 的游戏货币购买的，这种货币必须通过现实世界资金购买，或者通过玩游戏赚取。在 2018 年 2 月 22 日第三赛季的第一天，Fortnite Battle Royale 就卖出了超过 500 万张战令，单日收入超过 5000 万美元。根据 SuperData 测算，虽然 Fortnite Battle Royale 是一款免费下载和免费玩的游戏，但是 Fortnite Battle Royale 的游戏开发公司 Epic Games 在 2018 年 4 月通过 Fortnite 获取的单月收入却达到了 2.96 亿美元。因此，战令系统对于大逃杀类型的游戏来说是一种非常有效的收费模式。

Garena 的 Free Fire 也在通过自己的战令系统（Elite Pass）提高游戏的收费效率，因为战令模式比之前的战利品箱模式更能让玩家接受。游戏行业一直在处理战利品箱的问题，战利品箱是另一种收费模式，玩家花钱打开装有各种随机游戏物品的箱子。战利品箱面临着几个政府相关团体的审查，认为它们鼓励了赌博，尤其是对年轻玩家而言。因此，战令系统被认为是比战利品箱更可取的选择，因为玩家可以看到他们可以获得的所有奖励，即使他们需要花费大量时间完成所有层级，也能保证玩家继续玩游戏。此外，通过提供玩家付费完成层级的选项，游戏发行商也可以获取额外的收入。

图 23：Garena Free Fire 的 Elite Pass 付费价格



资料来源：游戏截图、天风证券研究所

图 24：Garena Free Fire 的 Elite Pass 付费物品



资料来源：游戏截图、天风证券研究所

同时，其他类型的游戏也正在逐步推出战令系统，比如属于 MOBA（多人在线战斗竞技场）类型的王者荣耀也推出了荣耀战令。预计未来将会有更多的游戏推出属于自己游戏的战令系统提高收费模式效率。

图 25：腾讯的王者荣耀（多人在线战斗竞技场类游戏）也推出战令系统提高收费模式效率



资料来源：王者荣耀官网、天风证券研究所

2.2. 电商板块：市场与收费模式成长空间均十分广阔

公司的 Shopee 电子商务平台是一个以移动端为中心、以社交为重点的市场，它集成了支付和物流基础设施以及全面的卖家服务。Shopee 是一个可大幅度扩展的电商平台，为用户提供了一个方便、安全和值得信赖的购物环境。根据 Frost & Sullivan 数据测算，按 GMV 和总订单量计算，Shopee 是 2019 年公司运营地区最大的电子商务平台。根据 App Annie 数据测算，2019 年 Shopee 在 Google Play 和 iOS 应用商店中的合计下载量是东南亚和中国台湾地区购物类应用下载量最多的软件。

Shopee 为用户提供了一个方便、安全、可信的购物环境，并由综合支付、物流、履约和其他增值服务支持。公司的主要收费模式是通过向卖家提供付费广告服务、收取交易佣金以及向卖家收取增值服务费用。

Shopee 的商业模式是能够快速扩展的。此外，公司在 Shopee 中引入了许多社交和游戏化元素，这些元素将有助于公司提高有机用户的获取、用户留存率和用户在 Shopee 平台上停留的时间。

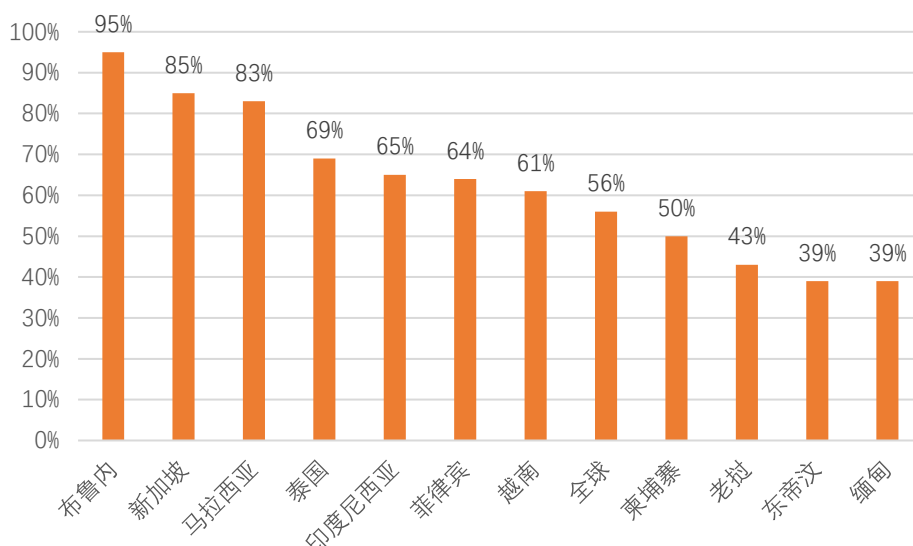
虽然 Shopee 主要是一个以市场形式运营的平台，但公司也会直接从制造商或第三方采购一些产品，并在 Shopee 平台上以官方旗舰店的形式销售，以满足买家的需求。批量采购和特定产品类别的产品直销也让公司能够向用户提供更多的产品种类和更具竞争力的价格。

2.2.1. 电商市场成长空间广阔，抢占市场正在进行时

根据 DataReportal 数据测算，东南亚地区已有数亿人在网上购物，该地区是全球电子商务应用率最高的地区。最新的趋势还显示，在越来越多的互联网用户、对网上购物更加熟悉以及消费者消费能力提高的推动下，东南亚将在未来十年内继续享受电子商务消费的两位数增长。

首先，截至 2019 年 9 月，DataReportal 数据测算东南亚地区有超过 4 亿人使用互联网，占全球互联网用户总数的近 10%。而这个数字也在持续增长。东南亚的互联网用户数量从 2018 年 9 月至 2019 年 9 月的 12 个月里增长了 10% 以上，整个地区的互联网普及率现在已经远远超过 60%。

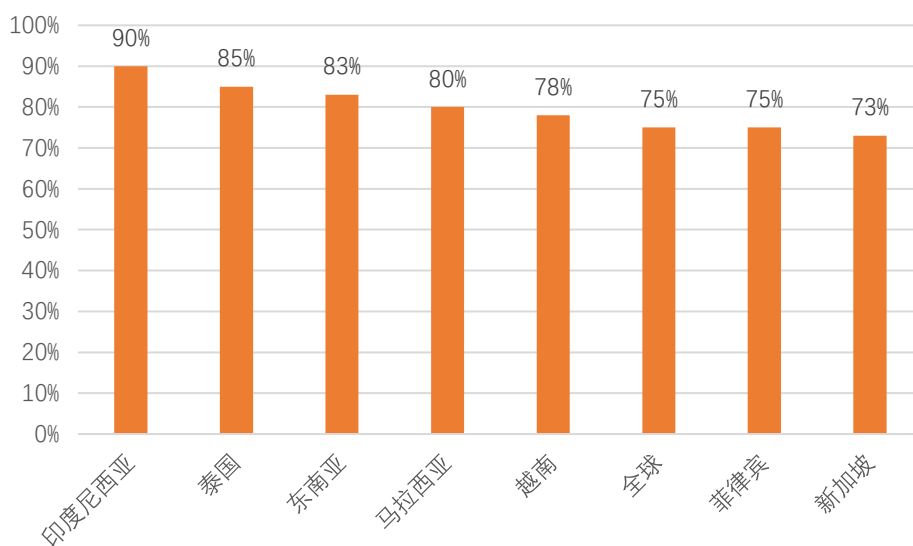
图 26：东南亚各国与全球平均的网络渗透率（截至 2019 年 8 月）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

可以说，东南亚的互联网用户已经超过了北美或西欧。对于希望面向年轻和日益富裕的受众群体的品牌来说，电子商务在东南亚是一个非常好的机会。GlobalWebIndex 的研究显示，东南亚国家是世界上电子商务应用水平最高的国家，在该公司对 46 个国家的调查中，印度尼西亚互联网用户在线购物活跃率是所有国家中最高的。

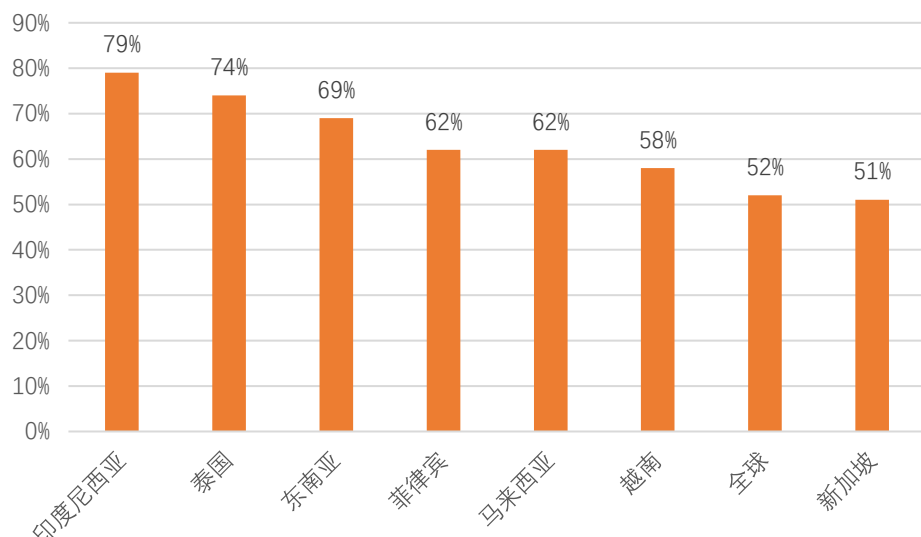
图 27：东南亚互联网使用者的电商平台使用率（截至 2019 年 9 月）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

在截至 2019 年 6 月底的 12 个月里，东南亚网购人数增长了 17%。若从移动端电子商务使用率来看，整个东南亚地区的用户更加活跃，该地区有三个国家进入全球前五名。

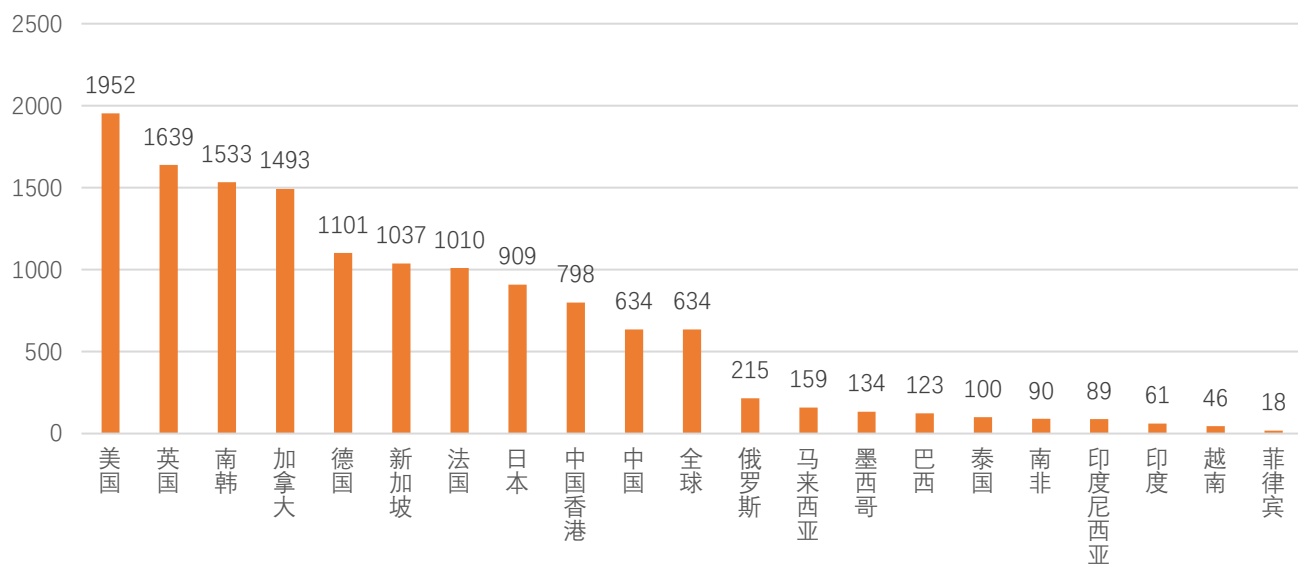
图 28：东南亚移动端电商平台使用率（截至 2019 年 9 月）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

虽然东南亚地区的电子商务平台使用率非常高，但是通过线上电子商务平台完成的零售总价值占比线上和线下完成的零售总价值的比例仍然非常低，电商渗透率极低，仍具备广阔的成长空间。例如，2018 年东南亚电商消费总价值超过 500 亿美元，与 2017 年相比增长超过 20%。然而，东南亚的电子商务人均消费金额却明显低于全球平均水平，尤其是在购买消费品方面。

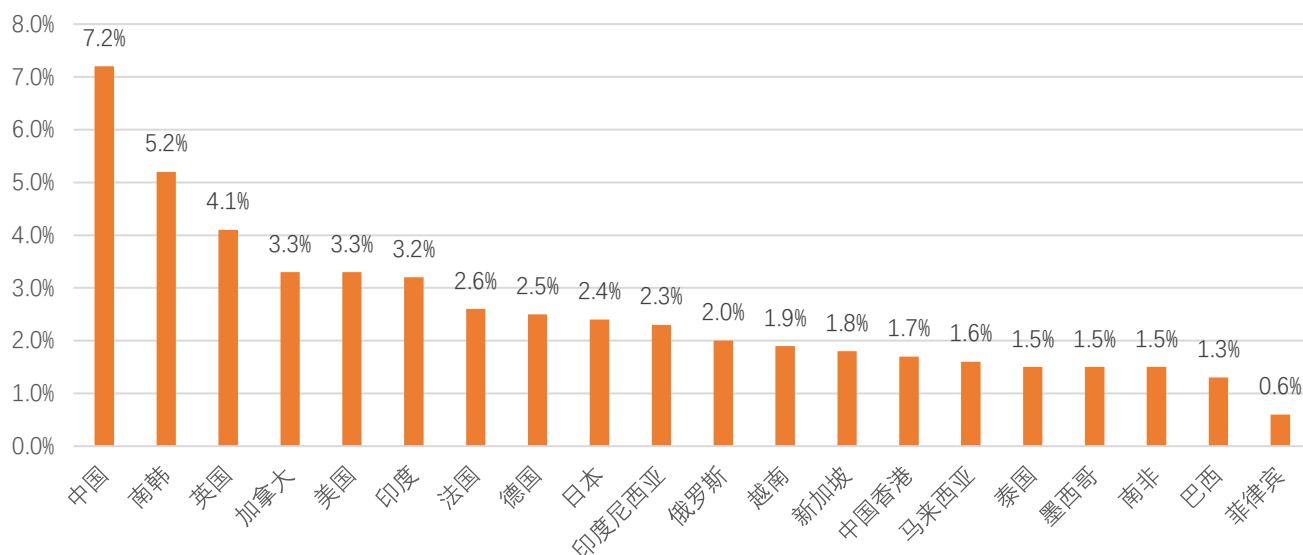
图 29：全球各国消费者在 2018 年的人均电商平台购买消费品金额（单位：美元）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

其次，即使考虑到人均 GDP 的差异，东南亚的网购者在零售消费中用于网上购买消费品的比例仍然落后于全球平均水平。

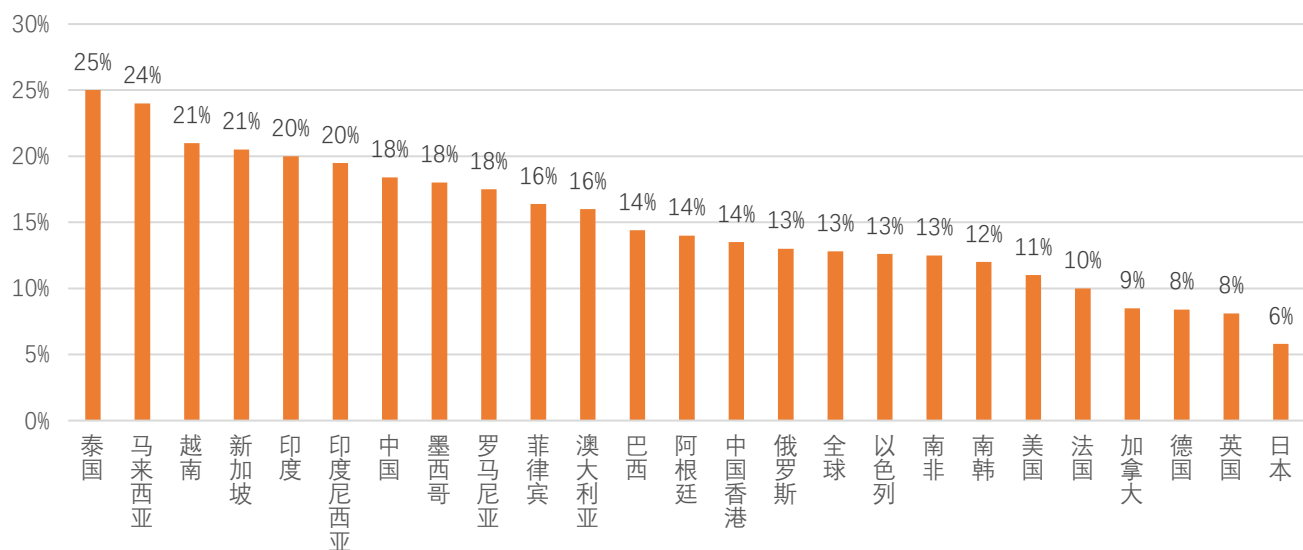
图 30：全球各国消费者在 2018 年的人均电商平台购买消费品金额占人均 GDP 比例（单位：%）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

虽然目前来看，东南亚地区的电子商务平台的人均消费水平在全球排名中靠后，但是东南亚地区的电子商务平台的人均消费水平增速全球排名靠前，增长十分迅速。根据 Statista 的数据测算，2018 年的印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南的购物者共花费 237 亿美元在网络上购买消费品，相比 2017 年同比增长 27%。其次，这六个东南亚国家都进入了全球网络消费品总消费额年增长率前十名的国家，其中该地区占据了前四名的全部位置。首先，泰国电商市场的增长速度比其他任何国家都要快，在 2017 年至 2018 年的短短 12 个月内，泰国的线上消费额增长了 25%。马来西亚、越南、新加坡和印度尼西亚的年增长率也超过了 20%，而菲律宾的年增长率为 16%。

图 31：全球各国 2018 VS 2017 年的年化线上消费额增长率（单位：%）

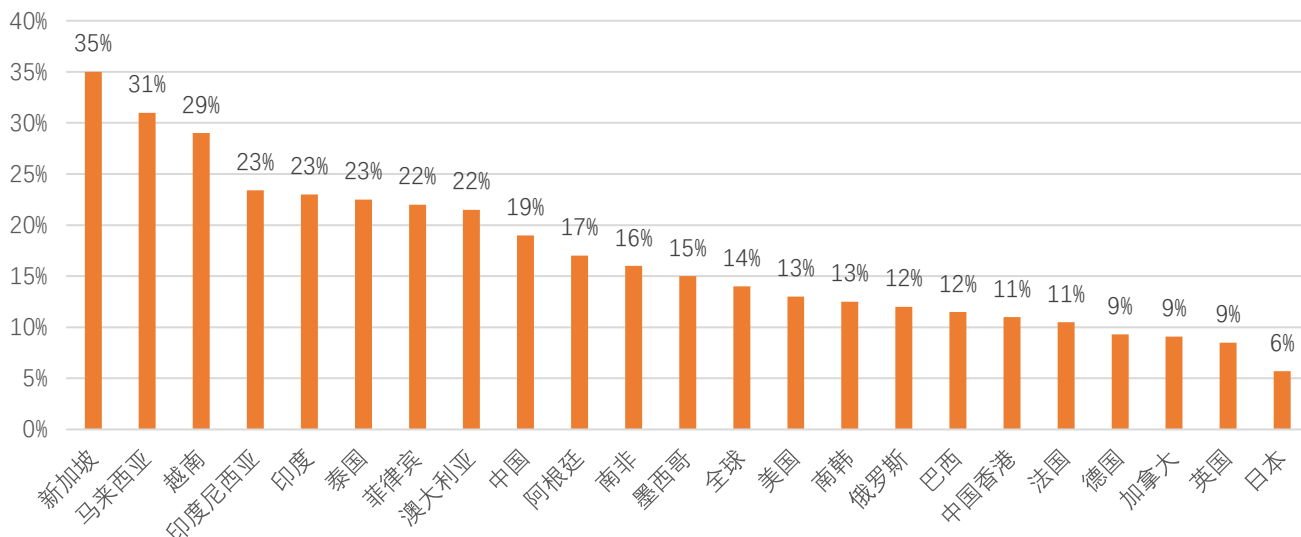


资料来源：DataReportal、天风证券研究所

不过，线上消费额增长数据在一定程度上受到了旅游消费额的影响，因为目前东南亚的电商格局中，旅游消费额占据了主导地位，而且旅游消费业也已经比较成熟，增速相对较缓。因此，剔除旅游消费额，单看线上消费品消费额才能更准确的看到东南亚线上消费品消费额的年化增长率比整体线上消费额的年化增长率要高。

例如，如果只关注“消费品”的在线消费额，不包括旅游或数字媒体方面的消费额，在 2018 年的全球较大经济体中，新加坡的在线消费品消费额增长率全球领先。2018 年新加坡的网购者在消费品上的花费超过 41 亿美元，与 2017 年相比增长了 35% 以上。马来西亚的网购者在消费品上的花费同比增长超过 30%，而越南紧随其后，较 2017 年增长 29%。

图 32：全球各国 2018 VS 2017 年的年化线上消费品消费额增长率（单位：%）



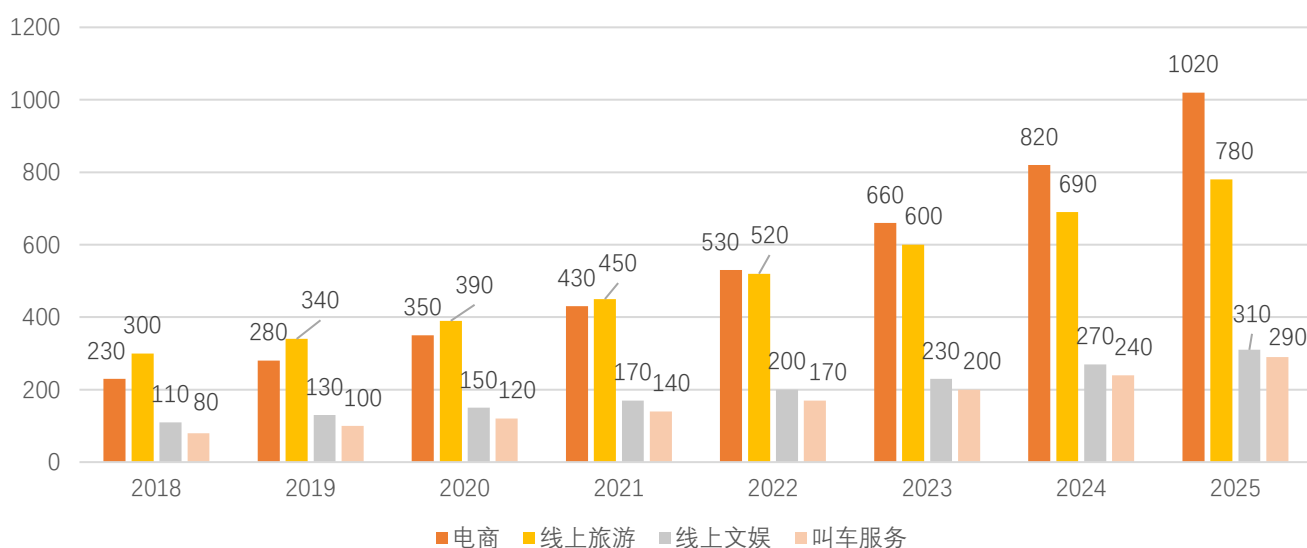
资料来源：DataReportal、天风证券研究所

其次，不仅东南亚地区的电子商务平台的人均消费水平增长十分迅速，东南亚地区的电子商务平台的整体市场空间也在不断快速增长。

根据淡马锡与谷歌的联合调研报告显示，东南亚 2018 年的互联网经济的商品总值 (GMV) 为 720 亿美元，与 2017 年的 500 亿美元 GMV 相比，增长超过 40%。在 2018 年的 GMV 数据中，零售电商占到了 230 亿美元（仅占总量的不到三分之一），而在线旅游消费占了 300 亿美元（占总量的 40% 以上），零售电商的价值比在线旅游消费低 23%。

展望未来，淡马锡与谷歌的联合调研报告预测，从 2018 年到 2025 年，东南亚互联网经济规模将增长 3 倍以上，将在 2025 年达到 2400 亿美元的总规模。在 2400 亿美元的 GMV 总量预测中，超过 1000 亿美元将来自电子商务，约 780 亿美元将来自旅游消费，这使得零售电子商务的价值比旅游消费行业高出 30% 以上，而该数值在 2018 年仅为低 23%，零售电商市场总规模增长十分迅速。

图 33：东南亚线上经济分板块价值（单位：亿美元）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

在东南亚电商市场的穿透率与市场空间双双高速增长的场景下，快速的抢占市场空间变成了电商平台的首要任务。

Shopee 自 2015 年推出以来，在整个东南亚地区迅速发展，目前该平台是在大多数主要东南亚市场（除了新加坡以外）的网站访问量排名前两位的品牌。公司的移动应用表现同样出色，根据 App Annie 的数据显示，2019 年第一季度，Shopee 应用在东南亚六大主要经济体的移动应用中均排名前三。Shopee 平台销售的产品种类繁多，包括电子产品、时装、杂货、美容产品、家居用品和活动门票。而 Shopee 是以“市场平台”起家，为其他企业的电子商务业务提供服务，甚至让消费者能够相互销售。Shopee 根据每个东南亚国家的具体需求调整平台的产品，通过针对每个国家定制的网站和移动应用提供当地语言的本地化体验，未来市场空间广阔，有望持续提高。

表 4：截至 2019 年 7 月的东南亚线上交易网站排名（根据访问量）

排名	印尼	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国	越南
1	TOKOPEDIA	SHOPEE	LAZADA	AMAZON	LAZADA	SHOPEE
2	SHOPEE	LAZADA	SHOPEE	LAZADA	SHOPEE	TIKI
3	BUKALAPAK	SAMSUNG	AMAZON	QOO10	SAMSUNG	LAZADA
4	OLX	MUDAH	MICROSOFT	CAROUSELL	KAIDEE	SENDO
5	LAZADA	AIRASIA	SAMSUNG	MICROSOFT	MICROSOFT	MICROSOFT
6	SAMSUNG	AGODA	SCRIBD	TAOBAO	AMAZON	AMAZON
7	BILBIL	SCRIBD		APPLE	ALIEXPRESS	THEGIODIDONG
8	TRAVELOKA	TAOBAO		SAMSUNG	APPLE	CHOTOT
9	SCRIBD	AMAZON		SHOPEE		APPLE
10	PRICEPRICE	MICROSOFT		ALIEXPRESS		DIENMAYXANH

资料来源：DataReportal、天风证券研究所

表 5：截至 2019 年 1 季度的东南亚移动端购物 APP 排名（根据月活用户量）

排名	印尼	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国	越南
1	TOKOPEDIA	LAZADA	LAZADA	LAZADA	LAZADA	SHOPEE
2	SHOPEE	SHOPEE	SHOPEE	QOO10SINGAPORE	SHOPEE	LAZADA
3	BUKALAPAK	TAOBAO	ZALORA	SHOPEE	ALIEXPRESS	TIKI
4	LAZADA	11STREET	AMAZON	TAOBAO	JD CENTRAL	SENDO
5	JD	ALIEXPRESS	ALIEXPRESS	EZBUY	AMAZON	ADAYROI
6	BILBIL	ZALORA	BEAUYMNL	ZALORA	EBAY	ALIEXPRESS
7	ZALORA	LELONG	EBAY	ALIEXPRESS	ALIBABA	AMAZON
8	ALIEXPRESS	EBAY	SEPHORA	AMAZON	CHILINDO	EBAY
9	ZILINGO	AMAZON	ALIBABA	AMAZON PRIME NOW	ZILINGO	ALIBABA
10	AMAZON	GO SHOP	ALTHEA	ASOS	JOOM	LOTTE

资料来源：DataReportal、天风证券研究所

2.2.2. 不断提高服务水平，提升收费模式效益，增强电商板块盈利能力

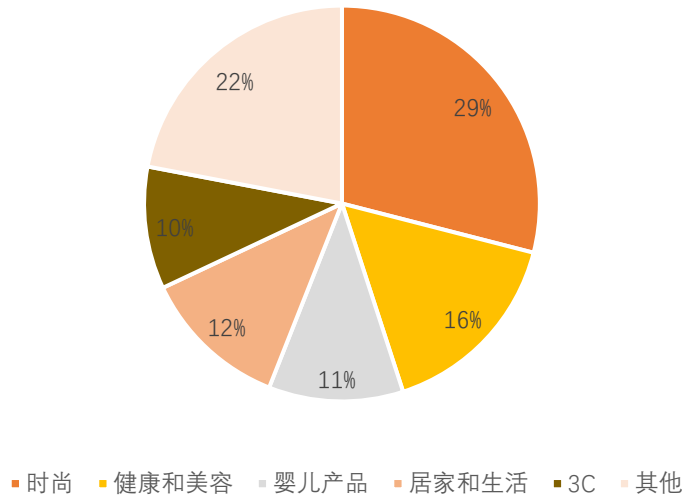
Shopee 一直专注于建立平台市场的规模和流动性，随着 GMV 和市场份额的不断增长，平台将不断提升收费模式的效益。Shopee 的主要收费模式是通过向卖家提供付费广告服务、收取交易佣金以及向卖家收取特定的增值服务费。

Shopee 的买家主要是个人和家庭，他们主要向同一市场的卖家购买。当然，Shopee 还可以让买家从中国大陆、中国台湾、韩国和亚洲其他市场的特定卖家进行跨境购买。Shopee 卖家主要是中小型企业、品牌、大型零售商以及个人，Shopee 是管理销售过程的一种高效可靠的方式，同时可以最大限度地满足客户需求。在 Shopee 上，每个卖家都有一个在线店面，他们在店面上列出销售的产品，与买家沟通，并完成交易。而 Shopee 商城(Shopee

Mall) 接收品牌和大型零售商, 显著地展示他们独特的标志, 并为广大买家提供优质的购物体验。

从产品类别来看, Shopee 利用针对性的卖家参与和产品投放来吸引卖家并将产品带到 Shopee 平台, 利用对当地市场状况和用户偏好的深入了解, 优先选择平台认为对卖家来说变现率和利润率较高的产品类别。目前, 平台专注于长尾高利润产品类别, 如时尚、健康与美容、家居与生活、婴儿用品等。同时, 平台还在继续专注于拓展品类, 以纳入越来越多样化的产品。而对长尾产品类被的专注有望让 Shopee 加速成长为一个多元化的交易平台, 而长尾高利润的产品也有望在未来提高 Shopee 的收费效益。

图 34: 2017 年 Q3 的 Shopee 产品类别分类占比 (根据占 GMV 的比例)



资料来源: SEA 2017 年 Q3 季报、天风证券研究所

从 Shopee 的卖家服务来看, 平台通过具有深厚本地知识的大型实地团队为 Shopee 平台上的卖家提供强有力的支持, 提供商业管理工具方面的快速和本地化的操作和技术协助。此外, 平台整合了完善的物流和支付解决方案成供应商网络, 为用户提供一站式解决方案, 为卖家提供综合支付、物流、履约等增值服务。

在 Service by Shopee (Shopee 服务) 中, 平台为卖家提供一系列增值服务, 包括库存管理、网店运营和履约服务。根据卖家的需求和偏好, Shopee 帮助卖家管理库存, 并从 Shopee 租赁和运营的仓库中履行订单, 在平台上经营店铺, 或从卖家处购买产品在平台上转售。Service by Shopee 目前已在东南亚和中国台湾市场对卖家开放。

Shopee 让用户体验不同于传统的线上市场, 体验无缝对接的线上购物。这些服务有助于简化整个在线业务的运作, 从商店的建立到销售、库存和收入的管理, 以及为卖家提供的送货和收款服务, 使他们的商业更成功。

从 Shopee 的买家服务来看, 平台专注于为买家创造一个安全可靠的购物环境, 并制定了健全的消费者保护政策和程序:

- 1、卖家验证。每一个在 Shopee 平台上注册成为卖家的人都要经过平台的验证程序, 并且在开设卖家账户之前必须同意平台的标准服务条款。
- 2、商品筛选。Shopee 采取一系列政策和程序, 以防止和删除不当或非法商品, 并筛选出屡犯者。平台根据当地的法规制定自动筛选名单, 并由当地团队经常更新, 以反映最新的法规要求。同时, 用户和其他第三方可以举报他们认为非法、不当或令人反感的商品, 以便平台审查, 有助于规避各国政府的监管风险。
- 3、Shopee Guarantee (Shopee 担保)。平台提供 Shopee Guarantee, 这是一项为促进平台交易的免费服务。在 Shopee Guarantee 下, 平台将买家支付的款项存放在 Shopee Guarantee 账户中, 直到买家收到或被视为已收到所订购的产品之后, 才将付

款发放给卖家。如果所购买的产品从未交付给买家或买家没有收到，平台将把资金退还给他们。Shopee Guarantee 适用于所有通过 Shopee 平台完成的交易，有助于降低结算风险，提高交易效率 and 安全性。

- 4、争端解决。平台有实地团队帮助解决买卖双方的纠纷。在发生纠纷时，买方可以通过平台的纠纷解决系统提交证据，向卖方索取赔偿。

从综合物流服务层面来看，物流对于东南亚市场电商的发展是至关重要的，因为很多地区的地形难以通行，基础设施不发达。Shopee 合作的物流服务供应商包括平台运营市场上最大和最可靠的服务供应商。由于平台的交易量大，Shopee 通常能够与这些服务提供商为用户设计优先条款。因此，虽然卖家不一定要使用这些服务提供商，但由于平台提供的服务质量可靠和价格优惠，卖家基本会选择平台的合作服务商。其次，平台还提供“最后一公里”送货服务 Shopee Xpress (Shopee 特快)，在平台运营地区配合第三方物流服务提供商。在一些市场，Shopee 已经对当地的物流合作伙伴进行战略性投资，以增强平台能为买卖双方提供的物流服务。此外，在 Shopee 平台上，卖家和买家可以跟踪包裹的运输状态，并提供物流服务的反馈。平台会对物流服务供应商进行评估并提供反馈，以提高服务水平，比如平均送货时间。

表 6: Shopee 提供的物流服务优势

	Shopee 提供物流	非 Shopee 提供物流
发货	卖家可以在 APP 上安排发货	卖家自行安排发货
订单号	Shopee 系统自动提供	自行查询
揽件	物流揽件自动提醒买家	卖家自行提醒买家
包裹跟踪	Shopee 系统自动提供	自行查询
运单打印	Shopee 系统统一打印	自行打印
运费计算	系统自动计算	自行手动计算

资料来源：Shopee 新加坡官网、天风证券研究所

从营销层面来看，Shopee 同时进行线上和线下的营销，最大限度地提高品牌知名度和吸引新用户。线上活动包括通过主要门户网站、搜索引擎和社交媒体进行线上广告。线上广告主要集中在推广 Shopee 9.9 超级购物日、11.11 大促销和 12.12 生日促销等活动，以及通过宣传电商和 Shopee 的便利性、高性价比和可靠性来吸引新用户。另一方面，线下营销包括在客流量大的地方投放展示广告，且由本地团队执行。此外，Shopee 还开展有针对性的促销活动，以鼓励买家和卖家使用平台。Shopee 在营销和推广层面的投资有望提高平台 GMV 和市场份额的增长，同时反哺并增强平台的定价能力，提高 Shopee 的综合盈利能力。

图 35: Shopee 大力推广节日促销吸引新用户



资料来源：Marketing Interactive、天风证券研究所

其次，在 Shopee 为提高用户参与度和社交活跃度的战略中，平台推出了许多创新的社交和游戏化功能，如 Shopee 币、Shopee 直播、Shopee 游戏和 Shopee 播报。这些功能有望为平台获取更多有机用户。用户可以通过购物、玩迷你游戏和参与活动赢得 Shopee 币，然后用 Shopee 币在合格卖家处享受折扣。用户还可以通过邀请朋友参与活动来赚取更多 Shopee 币，同时进一步鼓励平台上的社交活动。而 Shopee 直播允许买家在手机上观看卖家直播，卖家可以在直播中推广商品或与买家进行实时互动，以促进潜在销售或品牌建设。Shopee 游戏有各种小游戏，通过实现个人或团队奖励，促进用户之间的互动，增加用户参与度、互动性，提高用户在平台上的体验。Shopee 播报让用户在多媒体商品列表生态系统中不断刷新、点赞或评论，为用户推荐与平台趋势契合的热门商品、已关注的卖家的新库存以及用户以前的浏览类别相似的商品。

2.3. 数字金融服务板块：与数字娱乐与电商板块相辅相成

公司数字金融服务板块的运营主体是 SeaMoney。SeaMoney 的主要盈利模式是通过向第三方商户收取电子钱包服务的佣金，以及通过消费信贷业务从借款人处赚取利息，而 SeaMoney 产品和服务的营销是通过线下广告和 Shopee 应用程序内广告来实现。

根据 IDC 的数据显示，SeaMoney 是 2019 年公司运营地区领先的数字金融服务提供商。SeaMoney 于 2014 年开始提供数字金融服务。在 2019 年四季度，SeaMoney 正式成为数字金融服务板块的整体品牌。SeaMoney 目前提供电子钱包服务、支付处理、信用相关的数字金融产品，以及其他金融产品。这些服务和产品以 AirPay、ShopeePay、ShopeePayLater 和其他数字金融服务品牌在东南亚多个国家的市场提供。

SeaMoney 的服务与产品主要分两大类分别是支付和金融。支付服务分别为移动钱包与场下支付。移动钱包主打 ShopeePay 和 AirPay，为用户提供便捷的数字支付服务。移动钱包允许用户进行在线支付、为钱包充值、转账和取款，并在 SeaMoney 的数千家合作商户地点进行线下支付，为用户提供无缝的购物体验。目前，ShopeePay 在印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和新加坡运营，AirPay 在泰国和越南运营。而场下支付主打 Mitra Shopee 和 AirPay Counter，通过让用户在社区内的当地商店快速便捷地充值手机钱包、购买数字商品和享受其他数字支付服务，帮助社区加速融入数字经济。同时，SeaMoney 还为线下企业赋能，通过提升线下企业的产品种类，扩大其收入来源，帮助他们实现数字化，从而与平台一起发展业务。目前，Mitra Shopee 在印度尼西亚运营，AirPay Counter 在泰国和越南运营。

金融服务分三大类，分别为消费者贷款、现金贷款和卖家融资。消费者贷款主打 SPayLater，是一个消费金融解决方案，通过无缝的数字体验帮助平台的用户减少限制的提高消费水平。SPayLater 目前在印度尼西亚和泰国运营，为 Shopee 用户提供了立即购买以后付款的选择。现金贷款主打 SPinjam，在印度尼西亚运营，为当地消费者提供数字融资解决方案，提高消费水平和灵活的满足融资需求。通过快速简单的激活、审批和放款流程，SPinjam 为消费者提供快速、灵活的现金融资。同样在印度尼西亚运营的还有卖家融资，主打 SPinjam Untuk Penjual（卖家现金贷）和 Dana Cepat（快捷托管）。SeaMoney 为 Shopee 上的卖家提供融资服务，卖家现金贷为微型和小型企业量身定做，为他们提供发展业务所需的资金。快捷托管帮助卖家改善现金流，为他们提供提前收到每笔订单的托管金额的现金垫资服务。通过缩短托管流程，SeaMoney 为卖家提供更大的灵活性和自由度来管理短期运营资金流。SeaMoney 的融资解决方案提供全程数字化的验证流程，使 Shopee 上的卖家能够快速、安全地满足金融需求。

图 36：SeaMoney 数字金融服务业务分类



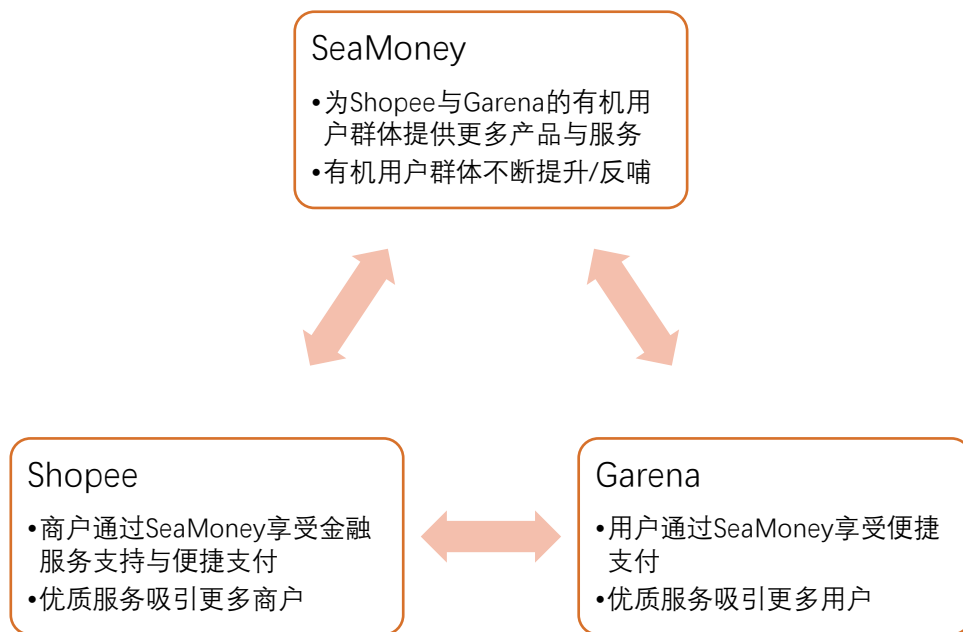
资料来源：SeaMoney 官网、天风证券研究所

SeaMoney 的推出，最初是为了给 Garena 提供一个高性价比的支付解决方案。此后，SeaMoney 与第三方商户进行了整合，覆盖越来越广泛的消费途径，如食品、娱乐、交通、移动通信和账单支付（在 2017 年 6 月便形成了 13 个分类 388 种支付场景）。这反过来又吸引大量且不断增长的消费者进入平台。此外，通过与本地性、区域性和全球性银行以及第三方支付网关的融合，SEA 将 SeaMoney 打造成一个促进在线交易的一站式支付平台，与本地商务基础设施相结合，为 SEA 和商户合作伙伴降低交易成本。

SeaMoney 的增长将继续显著的受益于 SEA 的 Garena 和 Shopee 业务，这两项业务能够为 SeaMoney 提供庞大的养成型用户基础。比方说，2017 年 6 月，SeaMoney 的三个最大市场（泰国、越南和印度尼西亚）处理了 Garena 约 40% 的总账单。此外，为了让 SeaMoney 融入 Shopee 并作为长期支付选项，Shopee 在泰国和越南的 Shopee 担保业务使用了 SeaMoney 的金融与支付服务。同时，SEA 在一些市场中将 SeaMoney 的电子钱包直接嵌入 Shopee 应用程序中，未来还将嵌入到其他第三方应用程序中。与 SeaMoney 软件相关的交易量和活跃用户数将反映 Shopee 以及其他第三方应用。

2019 年，SEA 将 SeaMoney 的电子钱包服务与不同市场的 Shopee 平台进一步整合，促进 SeaMoney 的高效发展，减少 Shopee 用户的支付难点。此外，SeaMoney 拓展了 SEA 以外的电子钱包服务场景，包括电信公司、线上和线下娱乐服务提供商（如游戏运营商、电影院和游乐园）、水电煤气设施服务提供商、食品配送服务提供商、信用卡发行商、银行、保险公司和汽车租赁公司。随着 SeaMoney 平台上商户数量和类型的增加，平台能够为更多的产品和服务提供移动支付解决方案从而满足用户的日常需求并且吸引更多的用户进入平台。

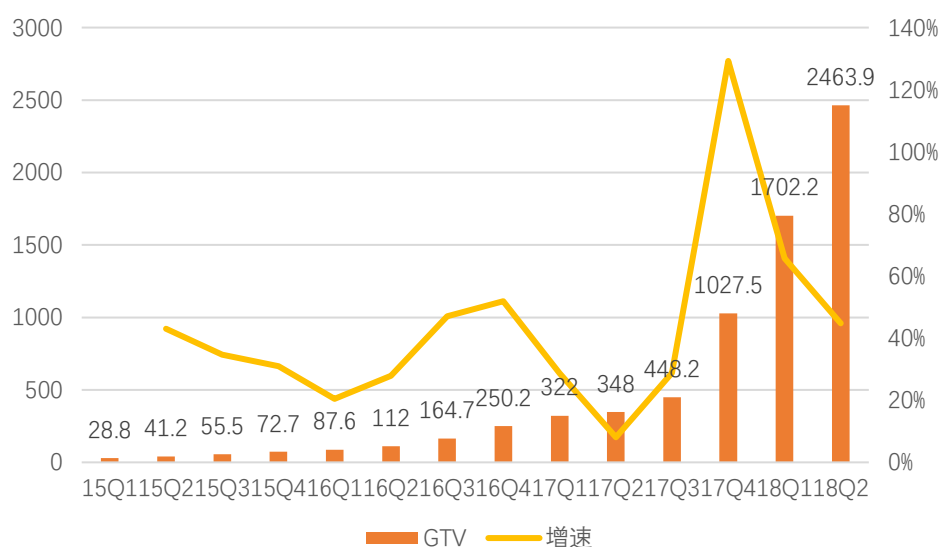
图 37：SeaMoney 与 Shopee 和 Garena 形成优质的协同效应，相辅相成



资料来源：SEA 招股说明书、SEA 2019 年年报、天风证券研究所

通过与 Garena 和 Shopee 合作产生的优质协同效应叠加不断更新优化的产品与服务，SeaMoney 的业务量增长迅速。在 2015 年 Q1，SeaMoney 平台的总交易金额（GTV）仅为 2880 万美元，到 2018 年 Q2 时，平台的总交易金额已经达到 24.64 亿美元，是 2015 年 Q1 的 85 倍之多，增长十分迅速。

图 38：SeaMoney 平台业务量发展十分迅速（单位：百万美元）



资料来源：SEA 招股说明书、SEA 2017 年 Q4 季报、SEA 2018 年 Q2 季报、天风证券研究所

在 2019 年四季度，SeaMoney 通过内部整合正式成为数字金融服务板块的整体品牌。在 2020 年一季度，SeaMoney 移动钱包总支付金额（TPV）超过了 10 亿美元，是整合移动钱包服务和 Shopee 平台一年后的里程碑。此外，2020 年第一季度的移动钱包季度付费用户超过 1000 万人次。在 2020 年 4 月，Shopee 在印度尼西亚（SeaMoney 的最大市场）的总订单中，超过 40% 使用了 SeaMoney 的移动钱包服务支付。同时，SeaMoney 也在继续扩大线上和线下第三方使用场景和合作。比如，2020 年 3 月，SeaMoney 与谷歌合作，让 SeaMoney 的移动钱包成为了泰国 Google Play 商店的支付选项。

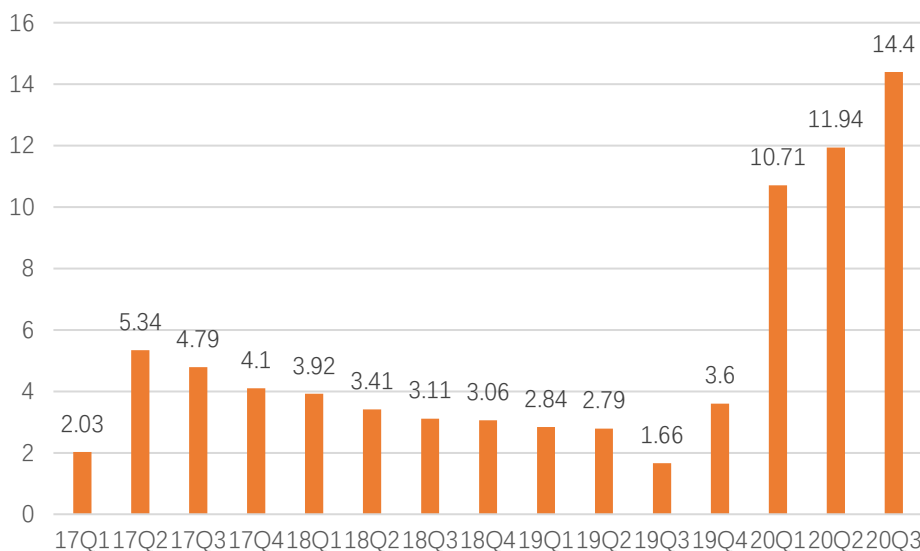
2020 年二季度，SeaMoney 产品的使用率加速增长，移动钱包总支付金额超过 16 亿美元，比一季度环比增长约 60%，移动钱包季度付费用户超过了 1500 万，比一季度环比增长约

50%。同时，移动钱包服务与 Shopee 平台的整合进一步加深。2020 年 7 月，Shopee 在印度尼西亚的总订单中，超过 45% 使用了 SeaMoney 的移动钱包支付，市场占有率比一季度提高 5%。

2020 年三季度，SeaMoney 移动钱包总支付量超过 21 亿美元，环比增长约 31%，移动钱包季度付费用户超过 1780 万，环比增长约 19%。随着越来越多的用户意识到使用 SeaMoney 移动钱包支付的优惠和便利，2020 年 10 月，平台所有运营地区的 Shopee 总订单总额中，超过 30% 的订单使用了 SeaMoney 的移动钱包支付。

从 Non-GAAP 收入与 EBITDA 数据中也可以看出 SeaMoney 平台在整合后所做出的突破。在 2017 年 Q2，整合前的 SeaMoney 的 Non-GAAP 收入达到 534 万美元，此后便不断下滑，在 2019 年 Q3 下滑至 166 万美元。然而，经过 2019 年 Q4 的平台整合，SeaMoney 又重新展现出了活力，且盈利能力大幅超出先前。在 2019 年 Q4，整合后的 SeaMoney 的 Non-GAAP 收入为 360 万美元，在 2020 年 Q3 大幅上涨至 1440 万美元，完善的使用了 Shopee 与 Garena 的有机用户群体，与 SeaMoney 的业务产生良好的协同效应。

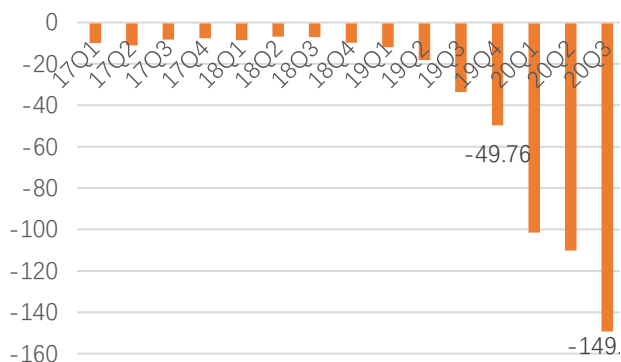
图 39: SeaMoney 的 Non-GAAP 收入整合后开始大幅好转 (单位: 百万美元)



资料来源: SEA 2017 年 Q1-2020 年 Q3 季报、天风证券研究所

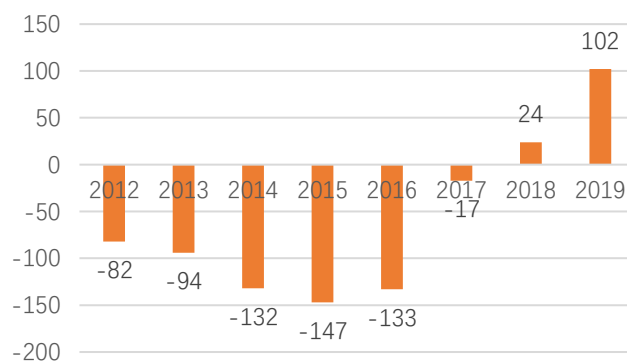
同时，Non-GAAP EBITDA 也出现了显著的变化，在 2019 年 Q4 整合后，SEA 开始大幅扩大对 SeaMoney 平台的投入，2019 年 Q4 的 Non-GAAP EBITDA 为 -4976 万美元，在 2020 年 Q3 下降为 -1.49 亿美元。我们认为这并不是一个坏现象，从可比较公司 Square 的历史 EBITDA 可以看出。Square 是一家美国移动设备支付公司，在运营前期也是在移动支付领域进行了大量的投入，导致 EBITDA 的初期亏损，通过后期收入的不断提高以及成本的不控制，EBITDA 快速的扭亏为盈。

图 40: SeaMoney 的 EBITDA: 前期投入高增长 (单位: 百万美元)



资料来源: SEA 2017 年 Q1-2020 年 Q3 季报、天风证券研究所

图 41: Square 的 EBITDA: 高投入带来高回报 (单位: 百万美元)



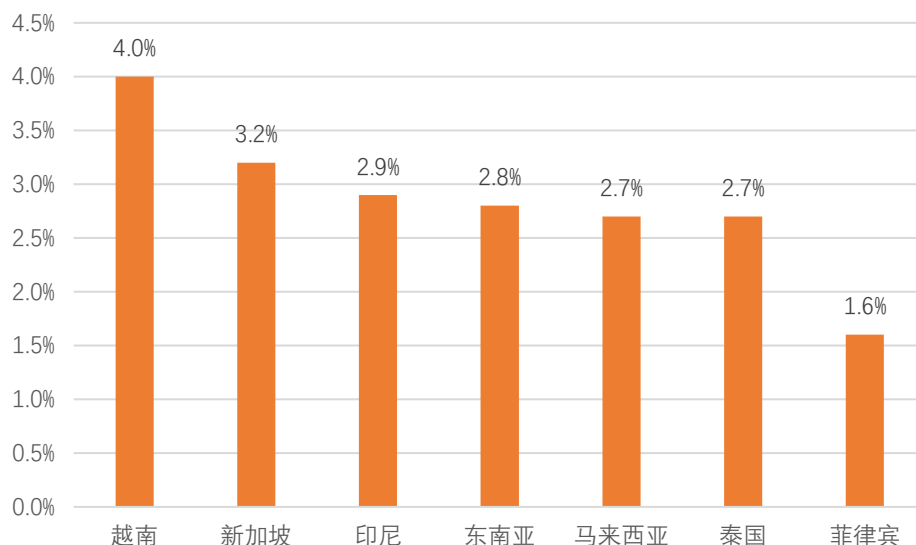
资料来源: Macrotrends、天风证券研究所

随着 SeaMoney 和 Shopee 与 Garena 的协同效益不断发酵，运营情况不断好转，可以期待平台在未来为 SEA 贡献可观的利润。

3. 东南亚的未来数字化格局有利于综合电子业务平台发展

从互联网经济总量来看，东南亚地区未来增长空间高。东南亚地区已有数亿人在网上购物，2018 年东南亚地区电商消费额超过 500 亿美元，年化增长超过 20%。其次，互联网经济已占东南亚地区 GDP 的不到 3%，根据谷歌和淡马锡测算，到 2025 年，互联网经济将占东南亚地区 GDP 的 8%，东南亚地区的互联网经济总量增长空间十分广阔。

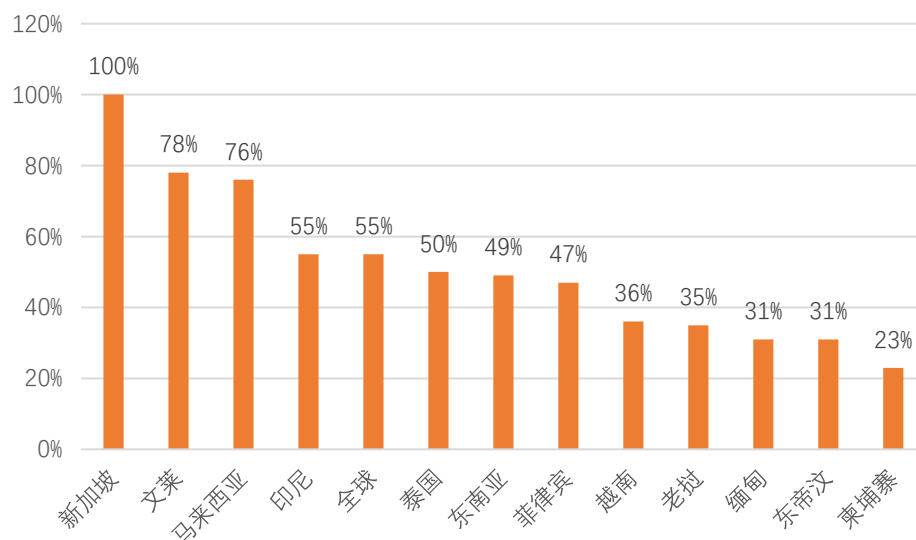
图 42：2018 年东南亚各国互联网经济占比各国 GDP（单位：%）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

从城市化水平来看，东南亚地区未来提升空间大。根据联合国数据测算，东南亚国家目前只有不到一半的人口生活在城市地区，而相当大一部分的居民仍然分散在较小的村庄。

图 43：2019 年东南亚各国与全球城市化率（单位：%）



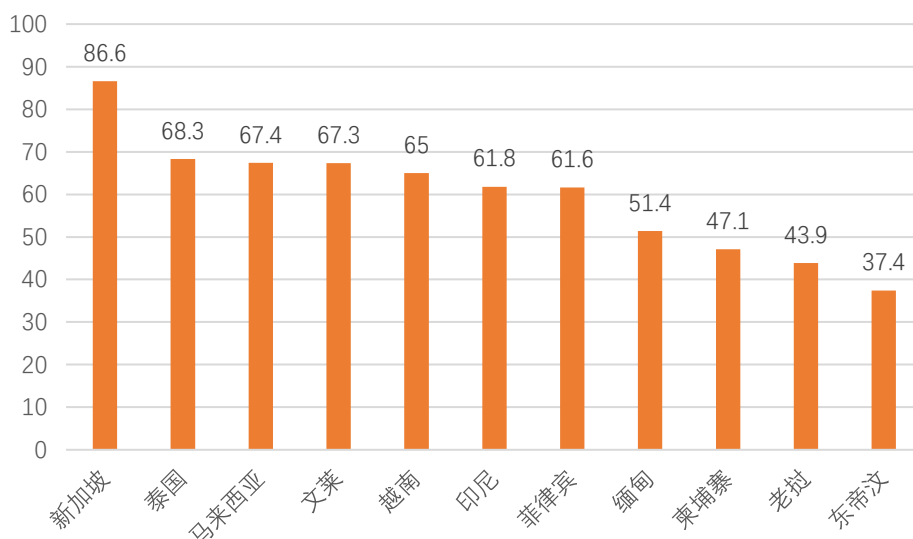
资料来源：DataReportal、天风证券研究所

单从快递配送来看，谷歌和淡马锡的联合报告称，整个东南亚地区的电商快递送货量从 2015 年的每天 80 万件上升到 2018 年的每天 300 万件，其中单身节等购物节日前后的高

峰期，每天的送货量接近 1000 万件。随着东南亚地区城市化的不断提升，电商快递有望变得更加方便与快速，提升东南亚居民的使用欲望。

从移动通讯普及度来看，东南亚地区已经处于一个非常高的水平。根据 GSMA Intelligence 的移动连接指数（Mobile Connectivity Index，满分 100 分）显示，目前东南亚地区超过 97% 的人口已被移动网络覆盖，84% 的人口生活在 4G 连接范围内。

图 44：GSMA Intelligence 根据移动互联网成熟度与连接程度的打分指数（Mobile Connectivity Index）

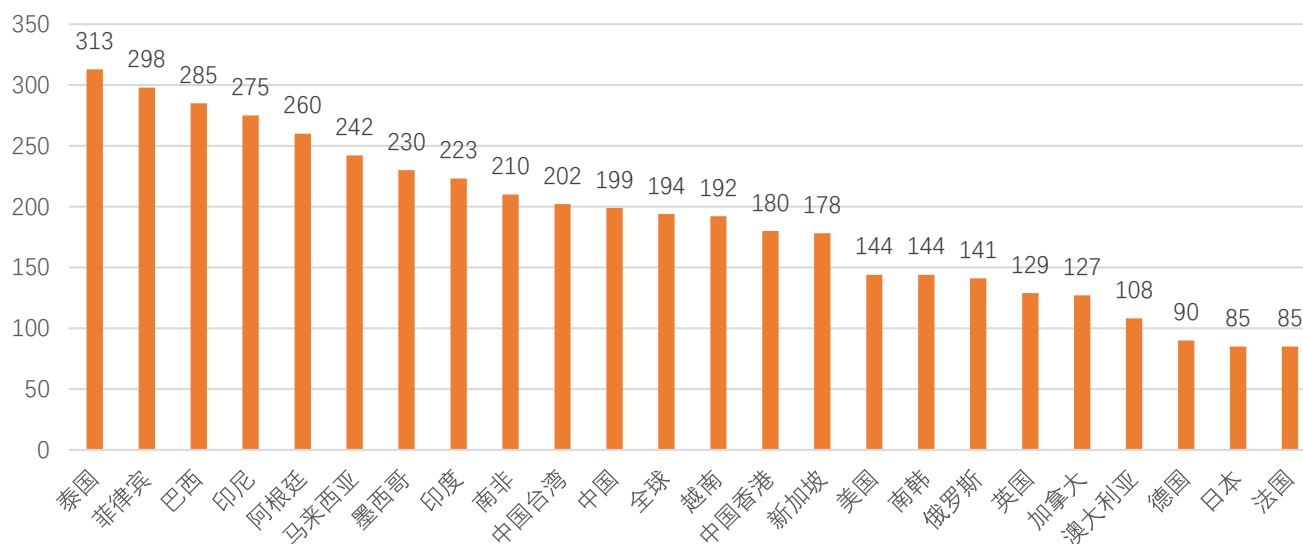


资料来源：DataReportal、天风证券研究所

其次，整个东南亚地区的移动互联网使用率正在迅速增长，根据 GSMA Intelligence 的数据显示，整个东南亚地区已经有超过 3.25 亿人订购了支持数据流量的移动套餐。截至 2020 年 11 月，东南亚地区总人口约 6.71 亿，拥有数据流量的移动网络东南亚人口占东南亚总人口的约 48.44%。

东南亚地区智能手机的受众程度也在迅速增长，根据 Ericsson 的数据显示，目前东南亚地区约有 2/3 的移动套餐使用了智能手机设备。这对东南亚地区电子商务的发展非常有利，因为根据 GlobalWebIndex 的数据显示，东南亚地区的购物者通过手机购物的可能性是通过电脑购物的两倍多。此外，根据 DataReportal 的数据显示，东南亚地区大量的移动端购物只出自于特定的几个移动购物 APP，购物者对移动购物 APP 的黏性非常高。

图 45：各国移动互联网使用者平均每日移动互联网使用时间（单位：分钟）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

而数字娱乐、电子商务和移动支付的发展也离不开网络速度，网络的畅通与足够的网速对用户体验起到非常重要的影响。而东南亚地区的平均移动端网络连接速度也在提高，尽管各个国家之间的差距仍然很大。新加坡的平均移动端网络连接速度超过 50Mbps，跻身全球前十。然而，印度尼西亚、柬埔寨和菲律宾都未能进入全球前 100 名。随着城市化程度提升和网络基础建设的发展，东南亚地区的移动端和固定端网络连接有望获得大幅提升。

表 7：东南亚国家移动网络与固定网络的平均网速排名

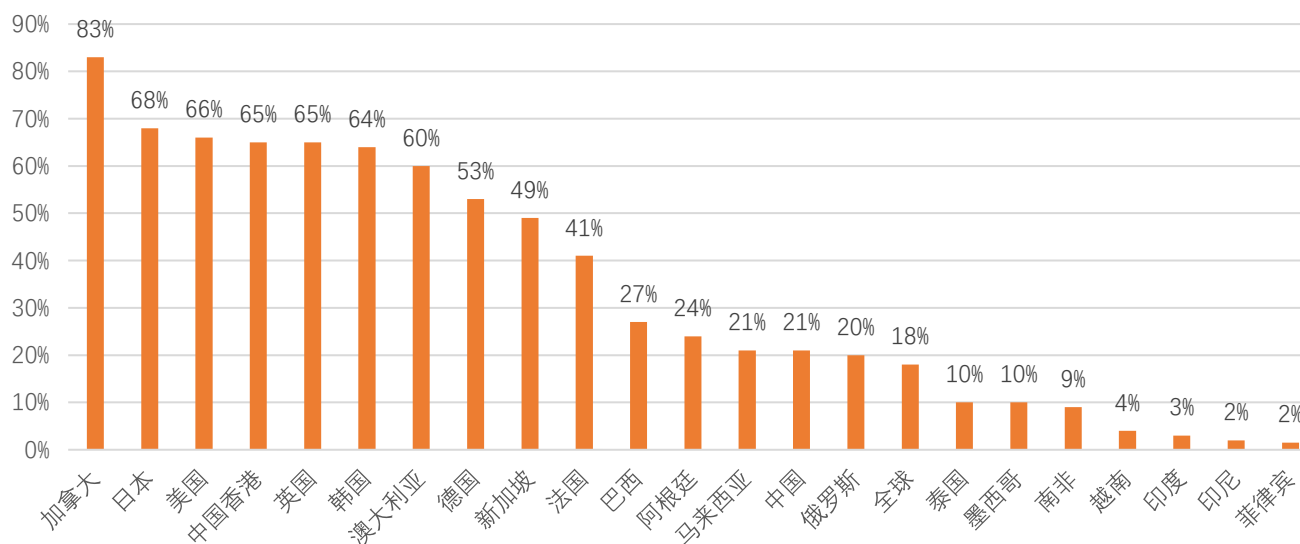
移动网络				固定网络			
排名	国家	网速 (Mbps)	年化增速	排名	国家	网速 (Mbps)	年化增速
9	新加坡	50.43	-4%	1	新加坡	191.93	6%
63	老挝	27.18	80%	30	泰国	78.47	65%
70	越南	24.6	21%	36	马来西亚	71.52	161%
72	缅甸	23.77	5%	62	越南	38.63	53%
85	马来西亚	21.29	21%	91	菲律宾	23.6	36%
94	泰国	20.18	48%	105	蓬莱	20.97	37%
95	蓬莱	20.09	30%	109	老挝	19.28	47%
110	菲律宾	15.75	18%	111	印尼	19.08	26%
124	柬埔寨	12.23	17%	116	柬埔寨	18.51	37%
126	印尼	11.77	9%	122	缅甸	16.84	95%

资料来源：DataReportal、天风证券研究所

从支付角度来看，东南亚地区的传统支付手段（包括信用卡和银行账户）渗透率低，数字钱包、移动支付等新一代支付方式拥有广阔的发展空间。

在东南亚大部分国家，信用卡的普及率极低，许多国家 15 岁及以上成年人的信用卡拥有率低于 5%。根据 World Bank 的数据显示，目前东南亚地区仅有 4% 的人口拥有信用卡，比全球 18% 的平均水平低 4 倍多。

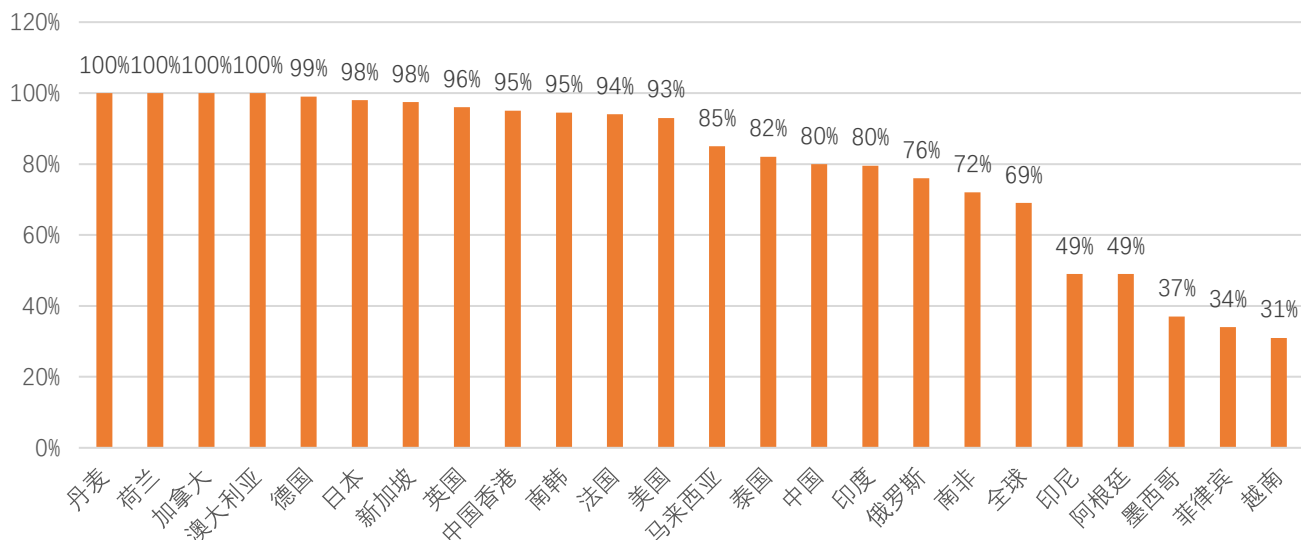
图 46：全球各国 15 岁以上信用卡使用者占比（单位：%）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

同时，东南亚地区任何一种结构化金融服务的普及率也同样非常低，根据 World Bank 的数据显示，2017 年东南亚地区不到一半的人口（47%）拥有银行账户，大幅低于 69% 的全球平均水平。

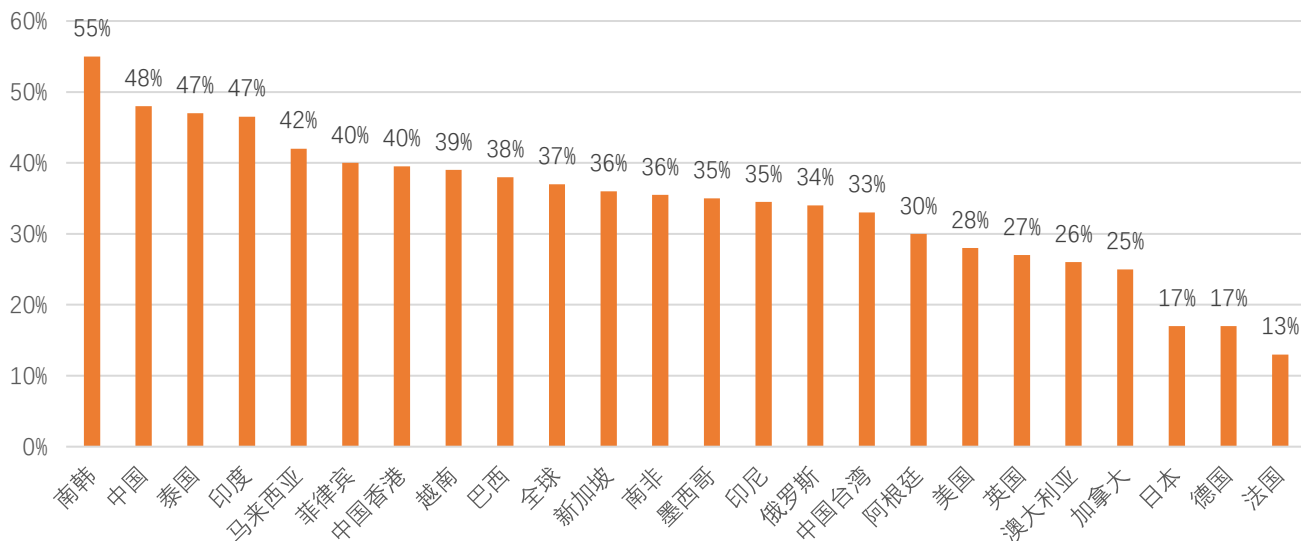
图 47：全球各国 15 岁以上银行账户拥有率（单位：%）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

然而，这些低水平的信用卡使用率和银行账户拥有率并没有对东南亚地区的电子商务构成障碍。东南亚地区的电商企业已经找到了简单有效的方法来应对这些挑战，货到付款、电子钱包支付等解决方案在整个地区都很普遍。比如，东南亚各国的电子钱包使用率非常高，泰国、马来西亚、菲律宾与越南均超过了 37% 的全球平均使用率，新加坡与印尼略低于全球平均水平一些，分别为 36% 和 35%。

图 48：全球各国电子钱包使用率（单位：%）



资料来源：DataReportal、天风证券研究所

从东南亚电子业务未来发展的层面来看，未来东南亚地区扩大电子业务规模的一个挑战将与东南亚地区文化的多样性有关。在东南亚地区，不同国家的口味和时尚有明显的差异，虽然全球的影响在整个地区都很明显，但当地文化仍然占主导地位。此外，值得强调的是，在外界影响方面，东南亚消费者更容易受到中国和韩国等其他亚洲国家的趋势影响，而不是模仿美国等国家的西方消费行为。

其次，语言的多样性是另一个挑战，尤其是在同一个国家内部的语言多样性在东南亚地区也很普遍。即使在新加坡（可以说是东南亚最全球化的国家）也有四种官方语言在日常使用，比如，新加坡地铁系统的广播用英语、中文、巴哈萨语和泰米尔语发布。因此，在东南亚地区，综合型电子业务平台根据各国语言调整其产品的能力或将成为平台成功的关键因素。

同时，东南亚地区也有自己独特的趋势，比如，语音命令和语音搜索使用量的增速极快。根据 GlobalWebIndex 的数据显示，目前印度尼西亚超过一半的互联网用户已经在使用这些功能，印尼的语音普及率也是全球最高的。这一点对综合电子业务发展也能起到启发性的意义。

预计在支付领域，东南亚地区会有各种创新，以满足东南亚消费者的特定需求和背景，这块领域有望成为未来东南亚电子业务最火热的增长领域之一。同样，预计东南亚地区的物流与配送服务领域也将迎来创新型的变革，虽然距离广泛的无人机送货或许还有很长的路要走，但东南亚地区复杂的地理和地形很可能需要一些完全不同于西方市场正在开发的送货解决方案，能够解决东南亚地区物流与配送痛点的创新将拥有显著的先发优势以及市场份额。

4. 盈利预测和投资建议

我们认为，SEA 未来收入驱动因素主要有三：

- 1、通过自主研发的高质量游戏有望提高现有运营市场的市场占有率；应用 Garena 成熟高效且口碑良好的运营平台与更多地区的游戏开发商合作，或将扩大 Garena 的潜在市场；
- 2、通过契合东南亚地区文化的电商运营模式提升 Shopee 在运营市场的影响力与用户粘性，持续开发市场；Shopee 有望推出更多收费模式，并提高当下的收费效率，大幅提高 Shopee 的整体盈利水平；
- 3、通过高度整合 Garena 和 Shopee 的资源，SeaMoney 有望快速提升与其他两大平台的协同效应，提升 Garena 和 Shopee 的用户使用 SeaMoney 平台比例；持续开发移动钱包的便捷性与实用性，有望提升东南亚地区用户对 SeaMoney 移动钱包的依赖度；通过扩大 SeaMoney 的影响力与口碑，金融业务（消费贷等）有望获得跨越式发展。

其次，随着业务的不断扩张，规模效应有望持续提高，降低 SEA 的整体业务成本；同时，运营成本也有望通过管理层的降费提效出现显著的下降。

表 8：SEA 盈利预测表（除有备注外，其他单位均为百万美元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
数字娱乐收入	365.17	462.46	1136.02	1931.23	2607.17	2998.24
YOY (%)	11.3%	26.6%	145.6%	70.0%	35.0%	15.0%
电子商务收入	9.03	269.58	834.30	2336.04	4438.48	6435.79
YOY (%)	-	2885.4%	209.5%	180.0%	90.0%	45.0%
数字金融收入	16.27	11.46	9.22	57.16	171.49	308.69
YOY (%)	176.1%	-29.6%	-19.5%	520.0%	200.0%	80.0%
其他业务收入	23.72	83.47	195.84	313.34	391.68	430.85
YOY (%)	101.1%	251.9%	134.6%	60.0%	25.0%	10.0%
总营业收入	414.19	826.97	2175.38	4637.78	7608.81	10173.56
YOY (%)	19.8%	99.7%	163.1%	113.2%	64.1%	33.7%
数字娱乐成本	-217.99	-267.36	-435.90	-725.00	-950.00	-1100.00
电子商务成本	-107.26	-446.28	-907.52	-1700.00	-2800.00	-3400.00
其他业务成本	-1.63	-98.57	-227.03	-560.00	-900.00	-1350.00
总营业成本	-326.88	-812.21	-1570.45	-2985.00	-4650.00	-5850.00
毛利率 (%)	21.1%	1.8%	27.8%	35.6%	38.9%	42.5%
毛利	87.31	14.76	604.93	1652.78	2958.81	4323.56
YOY (%)	-22.8%	-83.1%	3998.4%	173.2%	79.0%	46.1%
其他收益	3.50	9.80	15.89	120.00	50.00	50.00
销售费用	-425.97	-705.01	-969.54	-1800.00	-2200.00	-2400.00

管理费用和一般及行政费用	-137.87	-240.78	-385.87	-650.00	-800.00	-950.00
研发费用	-29.32	-67.53	-156.63	-350.00	-450.00	-500.00
营业支出	-589.66	-1003.52	-1496.15	-2680.00	-3400.00	-3800.00
YOY (%)	85.2%	70.2%	49.1%	79.1%	26.9%	11.8%
营业利润	-502.35	-988.76	-891.22	-1027.22	-441.19	523.56
YOY (%)	-144.6%	-96.8%	9.9%	-15.3%	57.1%	218.7%
利息费用	-23.58	-19.78	-14.27	-120.00	-70.00	-50.00
可转换票据投资公允价值变动损益	-51.95	41.26	-472.88	-1.00	0.00	0.00
其他	29.37	13.40	9.76	40.00	35.00	30.00
除税前且未扣除应占权益法投资净利润	-548.51	-953.88	-1368.61	-1108.22	-476.19	503.56
所得税	-10.75	-4.09	-85.86	-150.00	-50.00	-60.00
应占股权投资损益	-1.91	-3.07	-3.24	-1.00	0.00	0.00
净利润(含少数股东权益)	-561.17	-961.04	-1457.71	-1259.22	-526.19	443.56
少数股东损益	0.68	-0.21	-5.08	6.00	-5.00	-5.00
归母净利润	-560.49	-961.25	-1462.79	-1253.22	-531.19	438.56
YOY (%)	-151.5%	-71.5%	-52.2%	14.3%	57.6%	182.6%
股份数(万股)	20572.72	33847.30	43660.18	51000.00	53000.00	55000.00
EPS	-2.72	-2.84	-3.35	-2.46	-1.00	0.80
YOY (%)	-109.2%	-4.2%	-18.0%	26.7%	59.2%	179.6%

资料来源：WIND、SEA 招股书、SEA 2019 年年报、天风证券研究所

预计 2020-22 年公司实现营业收入 46.38 / 76.09 / 101.74 亿美元，同比增长 113.2% / 64.1% / 33.7%，实现归母净利润-12.53 / -5.31 / 4.39 亿美元，同比增长 14.3% / 57.6% / 182.6%，EPS 分别为-2.46 / -1.00 / 0.80 美元/股，同比增长 26.7% / 59.2% / 179.6%。

我们认为，公司三大板块的业务包含了游戏、电商和支付，比较难以单纯用公司整体的营业收入与 P/S 倍数来给公司估值。因此，我们采用 SOTP（分部相加）估值策略对 SEA 进行评估。

首先，数字娱乐板块将使用同行业可比公司的 Enterprise Value/EBITDA 倍数进行估值。

表 9：SEA 数字娱乐板块 EBITDA 测算（单位：百万美元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
数字娱乐收入	365.17	462.46	1136.02	1931.23	2607.17
数字娱乐成本	-217.99	-267.36	-435.90	-725.00	-950.00
数字娱乐毛利润	147.18	195.10	700.12	1206.23	1657.17
数字娱乐营业利润	45.64	69.45	529.52	970.00	1360.00
数字娱乐 EBITDA	74.26	104.62	547.60	990.00	1380.00

资料来源：Wind、SEA 2017 年 Q4 季报、SEA 2018 年 Q4 季报、SEA 2019 年 Q4 季报、天风证券研究所

表 10：数字娱乐行业美股上市可比公司（市值单位：亿美元）

公司	代码	市值	EV/EBITDA 倍数	简介
腾讯控股	TCTZF	7196.71	39.30	中国最大的互联网综合服务提供商之一，也是中国服务用户最多的互联网企业之一。
网易	NTES	645.00	28.76	中国领先的互联网技术公司。
Activision				美国视频游戏开发商、出版发行商和经销商，目前，动视暴雪是全世界最大的第三方游戏开发商和发行商。
Blizzard Inc	ATVI	603.91	27.92	
Electronic	EA	360.19	23.13	全球著名的互动娱乐软件公司，主要经营各种电子游戏的开发、出版以及销

Arts Inc	售业务。				
Zynga Inc	ZNGA	88.8	19.8	美国本土的公司，主要从事在线社交游戏服务。	
平均			27.78		

资料来源：WIND、天风证券研究所

其次，电子商务板块将使用同行业可比公司的 Enterprise Value/GMV 倍数进行估值。

表 11：SEA 电子商务板块 GMV 测算（单位：百万美元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
电子商务板块 GMV	4100	10300	17600	34867	63407

资料来源：SEA 2017 年 Q4 季报、SEA 2018 年 Q4 季报、SEA 2019 年 Q4 季报、天风证券研究所

表 12：电子商务行业美股上市可比公司（市值单位：亿美元）

EV/GMV				
公司	代码	市值	倍数	简介
Amazon.com Inc	AMZN	16032.66	4.88	全球商品品种最多的网上零售商和全球第 3 大互联网公司，也是网上最早开始经营电子商务的公司之一。
阿里巴巴	BABA	7417.19	0.90	涵盖了消费者、商家、品牌、零售商、第三方服务提供商、战略合作伙伴及其他企业的数字经济体。
拼多多	PDD	1766.52	1.23	提供一个创新和快速发展的“新电子商务”平台，为买家提供物超所值的商品和有趣的互动购物体验。
京东	JD	1399.17	0.47	中国最大的自营式电商企业
Shopify	SHOP	1204.33	1.97	提供针对中小型企业云端商务平台产品的公司，用户可以通过公司软件经营旗下各项销售业务。
Ebay	EBAY	353.91	0.48	全球最大的网络交易平台之一，为个人用户和企业用户提供国际化的网络交易平台。
唯品会	VIPS	176.10	0.84	专门做特卖的网站，以比零售大幅优惠的折扣价，向中国消费者提供品牌正品
云集	YJ	8.09	0.16	中国领先的社交电子商务平台
平均			1.37	

资料来源：WIND、公司公告、公司官网、东方财富、Statista、Market Place Pulse、Macrotrends、Globe News Wire、天风证券研究所

接下来，数字金融板块将使用同行业可比公司的 Enterprise Value/TPV 倍数进行估值。

表 13：SEA 数字金融板块 TPV 测算（单位：百万美元；备注：SEA 在 2020 年 Q1 首次披露 TPV）

	2020Q1A	2020Q2A	2020Q3A	2020Q4E	2020E	2021E
数字金融板块 TPV	1000	1600	2100	2700	7400	10000

资料来源：SEA 2020Q1 季报、SEA 2020Q2 季报、SEA 2020Q3 季报、天风证券研究所

表 14：数字金融行业美股上市可比公司（市值单位：亿美元）

EV/TPV				
公司	代码	市值	倍数	简介
Visa	V	4111.51	0.05	国跨国金融服务公司，是全球支付技术公司。
Mastercard Inc	MA	3380.27	0.05	全球领先的支付公司，致力于为全球消费者提供一个更便利与更有效率的金融支付环境。
PayPal	PYPL	2476.84	0.36	领先的技术平台公司，致力于为全球消费者和商家提供数字和移动支付服务，并将客户置于一切活动的中心。

Square Inc	SQ	958.33	0.92	美国移动支付公司，旨在让任何有移动设备的人在任何地方，任何时间都能接受卡付款。
StoneCo Ltd	STNE	223.22	0.70	金融科技解决方案的领先提供商，使商家和合作伙伴能够在巴西的店内(线下)，在线和移动渠道中无缝地进行电子商务。
Pagseguro Digital Ltd	PAGS	156.79	0.58	金融科技解决方案提供商，主要服务于巴西的微型商户，小型公司，中型企业或中小型企业。
Q2 holdings Inc	QTWO	62.02	0.01	领先的云计算虚拟银行方案供应商
Green Dot Corp	GDOT	29.96	0.07	银行控股公司，该公司为方便广大的美国基层消费者，提供简单、低成本的货币管理解决方案
QIWI plc	QIWI	9.21	0.04	俄罗斯最大的自助购物终端及网络支付平台
平均			0.31	

资料来源：WIND、公司公告、公司官网、天风证券研究所

最后，通过 SOTP 估值测算公司 2021 年的目标股价。

表 15：SEA 通过 SOTP 估值测算 2021 年目标价（单位：百万美元）

SOTP 估值

数字娱乐板块：

2021 EBITDA	1380.00
EV/EBITDA 倍数	27.78
数字娱乐板块企业价值	38336.40

电商板块：

2021 GMV	63407.00
EV/GMV 倍数	1.37
电商板块企业价值	86608.25

数字支付板块：

2021 TPV	10000.00
EV/TPV 倍数	0.31
数字支付企业价值	3096.03

SEA 企业价值	128040.67
减：总债	6187.84
加：现金	3509.04
SEA 权益价值	125361.87
2021 流通股数	530.00

2021 目标价格	236.53
-----------	--------

资料来源：SEA 2019 年年报、SEA 2020 年 Q3 季报、天风证券研究所

给予“买入”评级：预计 2020-22 年公司实现营业收入 46.38 / 76.09 / 101.74 亿美元，同比增长 113.2% / 64.1% / 33.7%，实现归母净利润-12.53 / -5.31 / 4.39 亿美元，同比增长 14.3% / 57.6% / 182.6%，EPS 分别为-2.46 / -1.00 / 0.80 美元/股，同比增长 26.7% / 59.2% / 179.6%。通过 SOTP 估值，预计公司 2021 年目标价 236.53 美元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1、公司用户群规模或用户的参与程度增长不达预期的风险；
- 2、公司收费模式的提效不达预期的风险；
- 3、公司三个业务板块协同效应不达预期的风险；
- 4、东南亚乃至全球多个国家都是公司的运营地区，公司需要分别满足各个国家的独立的监管要求，因此，公司有一定的监管风险；
- 5、公司面临海外新冠疫情持续肆虐导致的风险。

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，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 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	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	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：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com