微博 2019 投资展望：宏观拖累广告表现，核心社交网络媒介价值不改

微博（WB.O）跟踪分析报告 | 2019.1.26

中信证券研究部

唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007

肖俨衍
传媒分析师
S1010517070001

微博	WB.O
评级	买入（维持）
当前价	54.37 美元
近 1 月绝对涨幅	5.1%
近 6 月绝对涨幅	-35.1%
近 12 月绝对涨幅	-0.3%

核心观点

展望 2019 年，我们预计宏观经济增长放缓、下游行业因素及数字广告竞争加剧将对公司广告收入增长形成一定的压力。尽管面临短视频等竞争，但微博对广告主与用户的独特价值具备较强的不可替代性，因此我们看好公司的长期投资价值，建议关注未来宏观经济回暖下重归较强增长带来的投资机会。

- **广告：宏观经济放缓叠加行业因素影响广告主投放意愿，**我们预计：
- 1）**KA（品牌广告主）：**占比较高的 FMCG（快消类）行业抗周期性较强，预计整体广告预算增长较为稳定；消费电子行业由于手机出货放缓，预计广告投放将较为保守；网络服务行业电商平台贡献较大，考虑竞争格局趋于稳定与购物节常态化，预计广告投放增长将有所放缓且季节性特征弱化；汽车行业由于销量增长放缓预计广告投放会收紧，并且销售线索驱动下预计更多广告将投放于垂直媒体；**但**整体来看，**微博对于 KA 客户而言依然是社交媒体投放渠道中的首选之一，其超 4 亿的用户基数、粉丝经济的属性和话题传播裂变效应是其他流量平台、媒体无法完全提供的。**
- 2）**SME（中小广告主）：**占比较高的 APP 下载有望受益于游戏版号重启，但考虑版号发放的节奏、数量以及审批的严苛程度都与版号暂停前不可同日而语，因此预计游戏广告投放会复苏但或难回到 2017 年的水平；O2O 服务行业还有较大拓展空间，销售策略完善下渗透率有望继续提升，但考虑前期基数较高，边际增长或相对平稳；电商类广告整体增长预计较为稳健，但也面临包括抖音等平台的竞争，同时需要关注新电商法带来的影响。**整体来看，SME 广告以效果为导向，对平台的属性要求较低，微博在该市场面临的竞争更为激烈，增长压力较在 KA 市场更大。**
- **产品、用户：微博对用户的独特价值不可替代强，高基数下用户增长依旧稳健，启动改版以更好适应短视频。**以抖音为代表的短视频 APP 凭借沉浸式的体验、优质的短视频内容迅速占据了用户的心智和时间。据 Questmobile 的数据，2018 年 12 月短视频行业、抖音的 MAU 分别达 4.28 亿、4.26 亿，较上年同期分别增长 75%、558%。尽管市场担心短视频的冲击，但高基数下微博用户增长依旧稳健，月活从 2017Q3 的 3.76 亿增至 2018Q3 的 4.46 亿。我们认为微博独特且深厚的社交关系链积累、头部用户对粉丝流量的控制力、实时热点资讯发现能力显著区别于其他短视频平台，对用户的独特价值有较大不可替代性；同时微博也在积极改版适应用户对短视频的青睐，未来短视频相关消费及用户体验也有望持续提升。

风险因素：宏观、广告预算下行超预期；广告、视频内容等监管风险；短视频应用冲击微博 DAU、时长超预期；互联网用户增速、手机出货放缓，获客竞争加剧，用户渗透与城市下沉不及预期；信息流优化与短视频产品不及预期。

盈利预测、估值及投资建议：综合考虑宏观、行业及竞争因素影响以及汇率变化，我们维持 2018 年收入预测 17.2 亿美元，下调 2019~2020 年收入预测至 20.2 亿/23.8 亿美元（原预测为 22.0 亿/26.8 亿美元），以充分反应宏观经济增速放缓对于 KA 及 SME 广告收入增长构成的压力以及竞争对手对广告主的分流。同时考虑到一直播的并表，我们略微下调净利率，预测 2018~2020 年非 GAAP 净利润为 6.2/6.9/8.3 亿美元（前值 6.2 亿/7.9 亿/9.9 亿美元），对应非 GAAP PE 20x/17x/15x。我们认为，经历前期大幅下跌后公司当前整体估值水平相对合理，考虑微博产品对广告主与用户的价值具备较强不可替代性，我们看好公司长期投资价值，**维持“买入”评级，**建议关注未来宏观经济回暖下公司业绩重归较强增长带来的机会。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万美元）	656	1149	1716	2020	2380
增长率 YoY %	37%	75%	49%	18%	18%
净利润（Non GAAP）	183	406	619	692	833
增长率 YoY %	167%	121%	52%	12%	20%
每股收益 EPADS (基本)(美元)	0.82	1.80	2.74	3.07	3.70
毛利率	74%	80%	83%	81%	81%
净资产收益率 ROE	26%	42%	42%	33%	30%
每股净资产(美元）	3.5	5.4	8.0	10.9	14.3
PE（Non GAAP）（倍）	66	30	20	17	15
PB （倍）	15	10	7	5	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2019 年 01 月 25 日收盘价

利润表（百万美元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万美元）	656	1150	1716	2020	2380
营业成本	171	231	300	385	454
毛利率	74%	80%	83%	81%	81%
销售费用	148	276	505	593	699
销售费用率	23%	24%	29%	29%	29%
研发费用	154	193	259	295	337
研发费用率	23%	17%	15%	15%	14%
管理费用	41	42	43	49	56
管理费用率	6%	4%	2%	2%	2%
营业利润	141	408	610	698	834
营业利润率	21%	35%	36%	35%	35%
净利息收入及其他非经营性损益	-31	10	67	57	76
利润总额	110	417	677	754	910
所得税	4	67	110	122	148
所得税税率	4%	16%	16%	16%	16%
少数股东损益	-2	-2	0	0	0
归属于母公司股东的净利润(GAAP)	108	353	567	632	762
净利率	16%	31%	33%	31%	32%

资产负债表（百万美元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金(百万美元)	365	1001	1234	1520	1854
应收账款	135	170	256	296	346
短期投资	31	792	1020	1315	1639
其他流动资产	67	69	79	85	89
流动资产	598	2048	2613	3236	3948
固定资产	23	34	47	54	53
无形资产	1	1	0	1	2
商誉	10	13	13	13	13
长期股权投资	400	452	576	711	864
其他非流动资产	6	13	13	13	13
非流动资产	440	513	650	793	946
资产总计	**1037**	**2562**	**3263**	**4028**	**4894**
应付账款	49	135	137	197	222
预计负债	180	269	398	471	549
递延收益	49	81	81	81	81
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债	278	485	617	750	852
非流动负债	2	882	882	882	882
负债总计	280	1367	1499	1632	1734
普通股	980	1030	1030	1030	1030
未分配利润	-227	162	730	1361	2123
非控股权益	4	2	4	5	6
所有者权益总计	757	1195	1764	2397	3160
负债和所有者权益总计	**1037**	**2562**	**3263**	**4028**	**4894**

现金流量表（百万美元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合并净利润（GAAP）	106	350	567	632	762
折旧和摊销	14	15	26	32	32
股权补偿	37	48	51	61	71
营运资金变化	36	117	36	88	48
其他经营现金流	43	8	0	0	0
经营现金流合计	236	539	680	812	914
购买短期投资	-314	-1440	-408	-487	-548
资本支出	-13	-20	-39	-39	-32
其他投资现金流	231	642	0	0	0
投资现金流合计	-97	-815	-447	-525	-580
融资现金流合计	3	884	0	0	0
汇率变动对现金的影响	-15	29	0	0	0
期初现金额	237	365	1001	1234	1520
现金及等价物净增加额	127	636	233	286	334
期末现金额	365	1001	1234	1520	1854

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率（%）					
营业收入	37%	75%	49%	18%	18%
营业利润	276%	189%	50%	14%	19%
净利润	209%	232%	62%	11%	21%
利润率（%）					
毛利率	74%	80%	83%	81%	81%
EBITDA Margin	29%	41%	40%	39%	39%
净利率	28%	35%	36%	34%	35%
回报率（%）					
净资产收益率	26%	42%	42%	33%	30%
总资产收益率	20%	23%	21%	19%	19%
其他（%）					
资产负债率	27%	53%	46%	41%	35%
所得税率	4%	16%	16%	16%	16%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。