



中信证券研究部



唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007



肖伊衍
传媒分析师
S1010517070001

核心观点

2019Q1 公司营收 3.99 亿美元 (同比+14%)，符合指引，但 2019Q2 收入指引较弱，同比仅+7%~10%，同时用户增长放缓。我们认为尽管受宏观经济压力及在短视频等其他平台竞争下公司增长承压，但微博对广告主与用户的独特价值仍具备较强的不可替代性，同时公司将进一步优化产品与广告客户运营，前期下跌后，当前股价对应 2019 年 PE 仅 14x 左右，我们持续看好公司的长期投资价值。

■ **2019Q1 收入符合指引，但 2019Q2 收入指引较弱，同比+7%~10%。**公司发布（未经审计）1 季度业绩数据：①2019Q1 公司营收 3.99 亿美元（同比+14%），符合指引，其中广告收入 3.41 亿美元（同比+13%），增值服务收入 5800 万美元（同比+24%）；② non-GAAP 归母净利 1.29 亿美元（同比+14%），non-GAAP 净利率 32%。③公司预计 2019 年二季度净营收 4.27~4.37 亿美元，或以人民币计净营收同比增长 7%~10%，主要受宏观经济因素、行业监管、其他媒体竞争等因素影响。

■ **MAU 增长趋缓，但活跃率保持较高，微博对用户的独特价值依旧稳固。**①4Q2018 微博月活增至 4.65 亿（同比+13%），增速显著放缓，移动端占比 94%；用户活跃率 43.7%，日活用户 2.03 亿；②尽管高基数下用户增长放缓，但是领先行业的高活跃率体现出微博深厚的粉丝社交关系与实时热点发现能力在用户端的不可替代性，未来公司优化信息流算法、聚焦头部用户的内容视频化等，有望进一步提升用户活跃度。

■ **品牌广告收入增长依旧保持强劲，但受经济、监管与竞争影响，整体广告收入承压，2019Q1 单用户广告收入首次 0 增长，二季度考虑世界杯等影响，预计 ARPU 负增长。**①2019Q1 ARPU（收入/月活）0.86 美元（同比+1%）。其中，广告 ARPU 0.73 美元（同比+0%），增值服务 ARPU 0.12 美元（同比+9%）；②微博庞大的用户和社交裂变能力确保平台在品牌广告主端的不可替代性，2019Q1 品牌广告收入 1.69 亿美元，同比+31%，依旧保持强劲增长，中小广告主收入同增 12%，主要是受宏观经济增长放缓、游戏等部分广告客户受行业监管以及抖音等其他平台竞争的影响。展望未来，一方面，依托大用户规模与 KOL 社交营销能力优势，微博有望持续强化获取品牌广告主预算的优势；另一方面，公司下一阶段将投入更多的服务资源，加强对已有客户的精细化管理，随着对客户管理的调整，广告收入有望在未来几个季度重归稳健增长。

■ **销售费用率略有降低，预计整体利润率将保持稳定。**2019Q1 公司毛利率为 79.3%（同比-2.8pcts），下行一定程度上受收购一直播的影响；研发费用率 17.5%（同比+0.2pct），管理费用 4.3%（同比+1.1pcts），渠道优化下销售费用率降至 26.6%（同比-3.7pcts），预计公司 2019 年将优化渠道投放的策略，重用户留存与活跃率运营，预计获客成本增长可控，营业利润率未来将整体保持稳定。

■ **微博对用户与广告主的价值具备强不可替代性，长期价值稳固。**①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。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。②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，我们依旧看好公司的长期价值。

■ **风险因素：**宏观经济增速、广告预算下行超预期；广告、视频内容等面临的监管风险；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：**考虑宏观、行业及竞争因素影响以及汇率变化影响，我们小幅下调 2019~2020 年收入预测 18.90 亿/21.40 亿美元（前值为 20.30 亿/23.90 亿美元），新增 2021 年收入预测 24 亿美元，2019~2020 年非 GAAP 净利润预测为 6.50/7.50 亿美元（前值为 6.90/8.30 亿美元），新增 2021 年净利润预测 8.60 亿美元，对应非 GAAP PE 14x/12x/11x。考虑微博产品对广告主与用户的价值具备较强的不可替代性，尽管短期面临压力，但公司综合竞争力依旧稳固，在用户与客户运营方面有望进一步完善，我们依旧看好公司长期投资价值，且当前估值水平较低，维持“买入”评级。

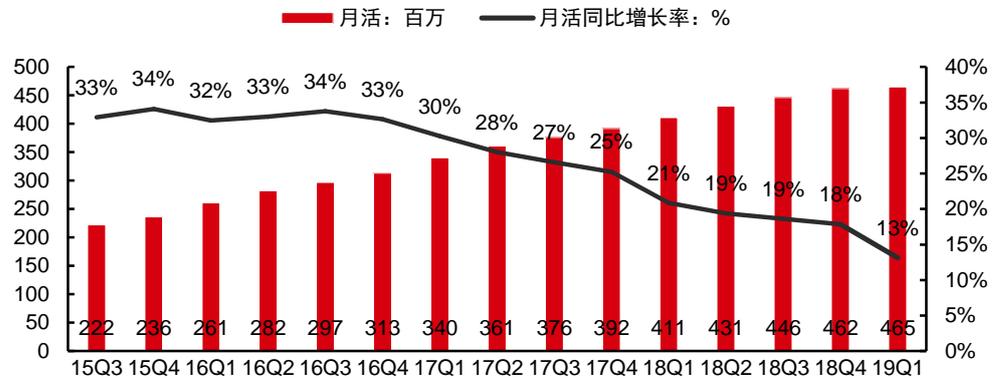
微博	WB.O
评级	买入 (维持)
当前价	41.52 美元

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	1149	1719	1887	2143	2395
增长率 YoY %	75%	50%	10%	14%	12%
净利润 (Non GAAP)	406	624	645	751	863
增长率 YoY %	121%	54%	3%	16%	15%
每股收益 EPADS (基本) (美元)	1.80	2.68	2.77	3.23	3.71
毛利率	80%	84%	81%	81%	81%
净资产收益率 ROE	42%	42%	32%	28%	25%
每股净资产(美元)	5.4	7.8	10.4	13.5	17.0
PE (GAAP, x)	27	17	16	14	12
PE (Non GAAP, x)	23	15	15	13	11

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

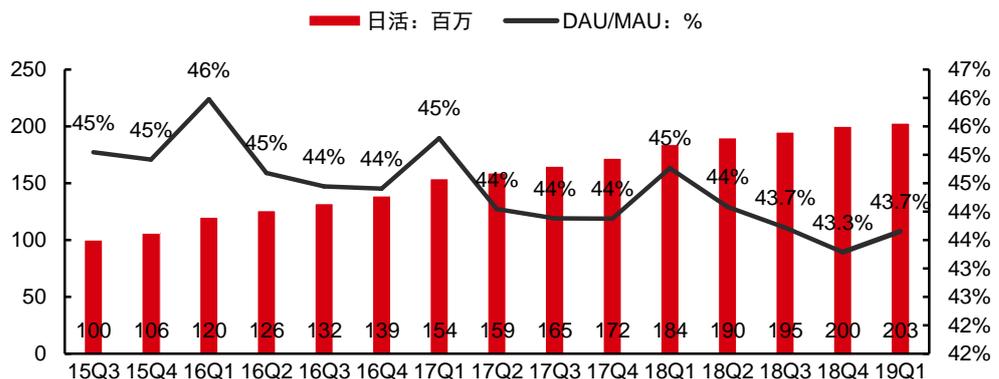
注: 股价为 2019 年 5 月 31 日收盘价

图 1: 微博月活及月活增速



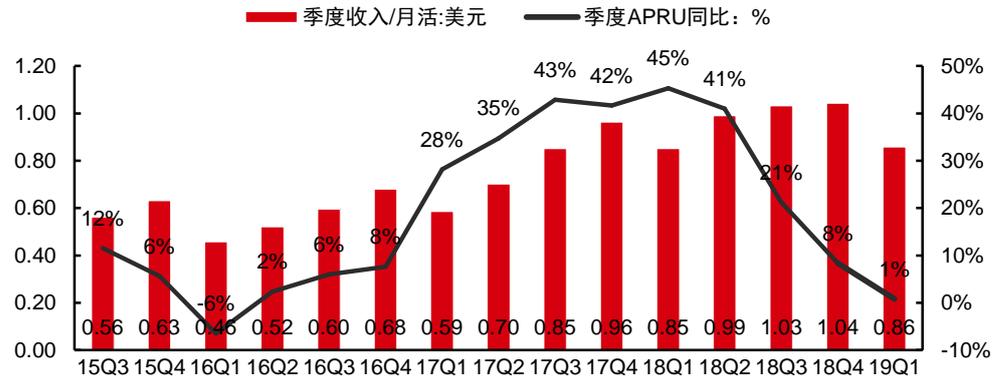
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 微博日活及日活增速



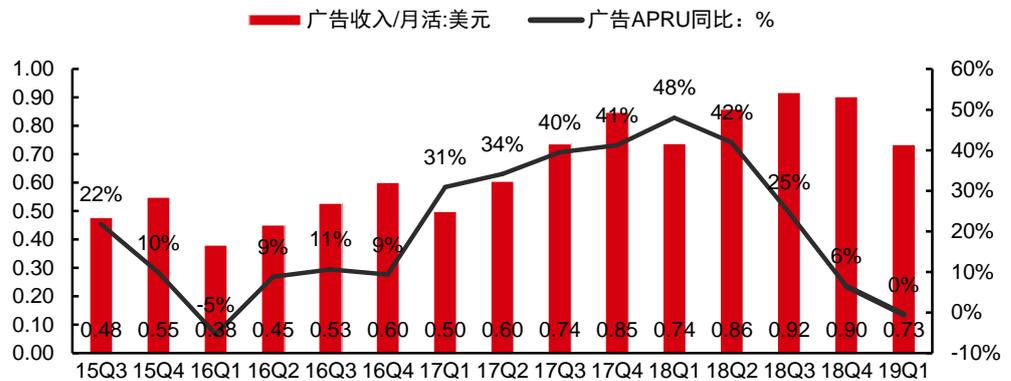
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 3: 微博 ARPU 及增速



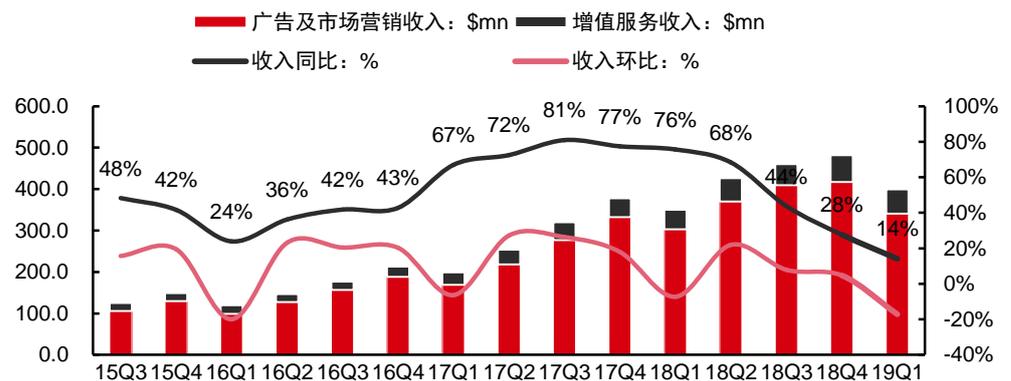
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 微博广告 ARPU 及增速



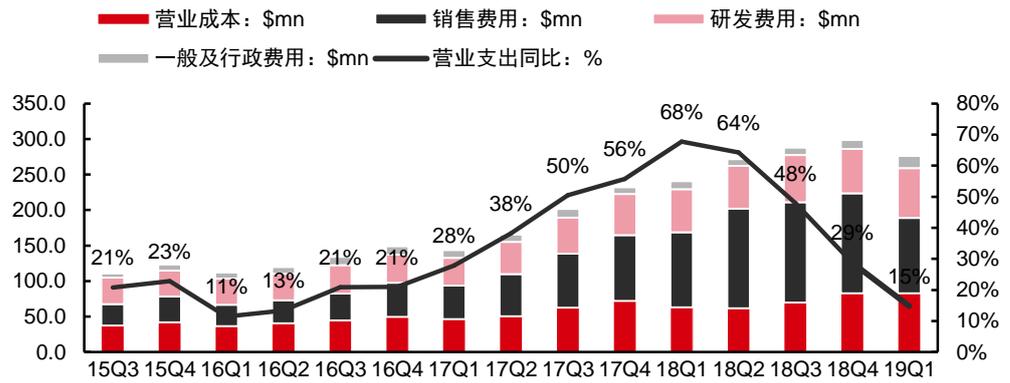
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 5: 微博收入构成及各项收入增速



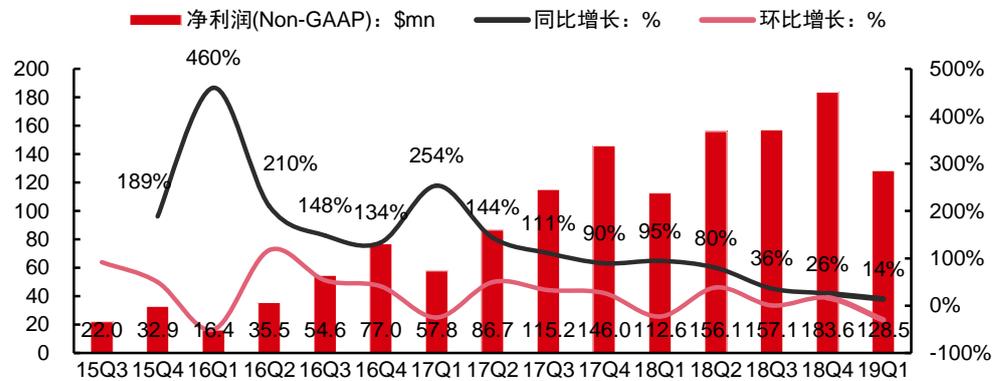
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 6: 微博成本构成及各项成本增速



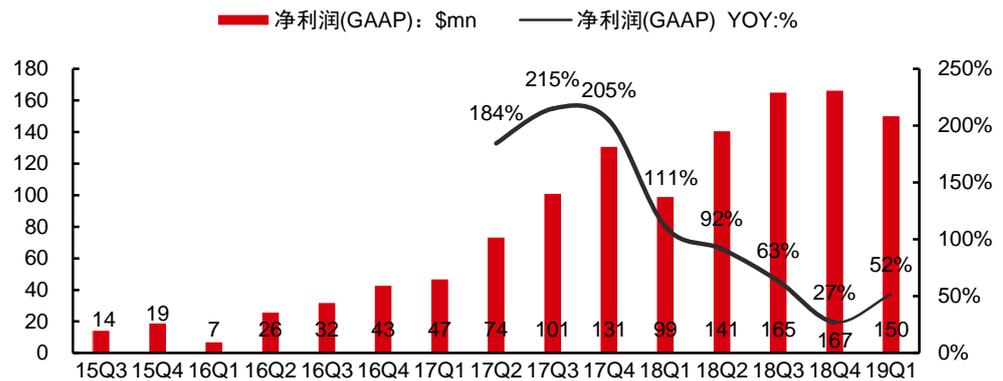
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 微博 NON-GAAP 净利润及增速



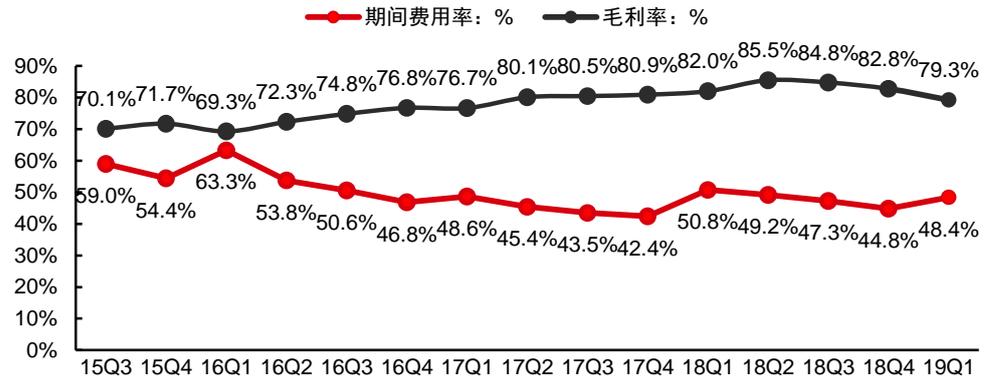
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8: 微博 GAAP 净利润及增速



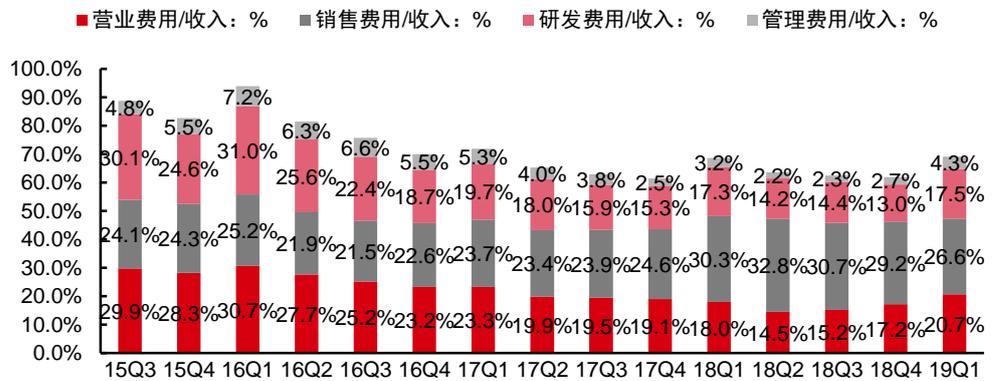
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 9：微博毛利率及期间费用率



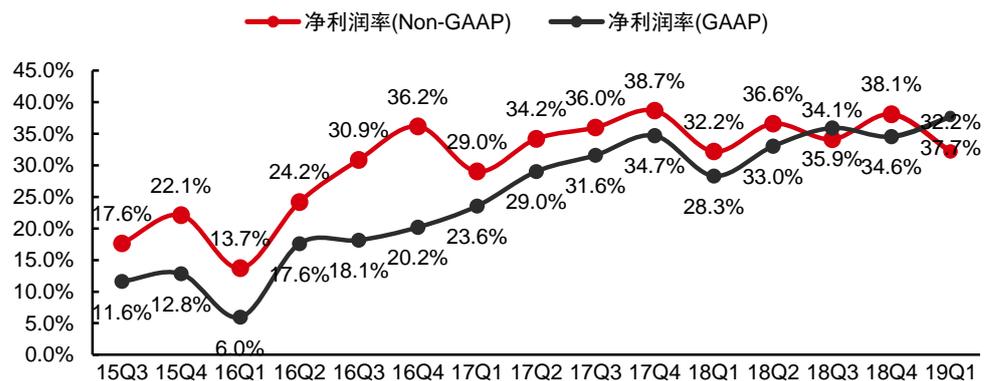
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：微博费用率构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：微博净利润率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

利润表 (百万美元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	1150	1719	1887	2143	2395
营业成本	231	278	361	409	457
毛利率	80%	84%	81%	81%	81%
销售费用	276	527	554	630	683
销售费用率	24%	31%	29%	29%	28%
研发费用	193	250	276	304	329
研发费用率	17%	15%	15%	14%	14%
管理费用	42	44	45	50	55
管理费用率	4%	3%	2%	2%	2%
营业利润	408	609	651	750	870
营业利润率	35%	35%	35%	35%	36%
净利息收入及其他非经营性损益	10	60	54	72	78
利润总额	417	669	705	822	949
所得税	67	96	114	133	154
所得税税率	16%	14%	16%	16%	16%
少数股东损益	-2	1	1	1	1
归属于母公司股东的净利润(GAAP)	353	572	589	688	794
净利率	31%	33%	31%	32%	33%

现金流量表 (百万美元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
合并净利润 (GAAP)	350	573	590	689	795
折旧和摊销	15	20	31	32	31
股权补偿	48	41	57	64	70
营运资金变化	117	-156	246	22	34
其他经营现金流	8	6	0	0	0
经营现金流合计	539	488	924	807	930
购买短期投资	-1440	-1792	-555	-484	-558
资本支出	-20	-28	-36	-29	-34
其他投资现金流	642	1615	0	0	0
投资现金流合计	-815	-254	-591	-513	-592
融资现金流合计	884	-1	0	0	0
汇率变动对现金的影响	29	1	0	0	0
期初现金金额	365	1001	1235	1568	1862
现金及等价物净增加额	636	234	334	294	338
期末现金金额	1001	1235	1568	1862	2200

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万美元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金 (百万美元)	1001	1235	1568	1862	2200
应收账款	170	369	403	458	512
短期投资	792	591	984	1233	1517
其他流动资产	69	169	83	87	90
流动资产	2048	2469	3085	3695	4389
固定资产	34	46	51	49	52
无形资产	1	21	17	14	11
商誉	13	29	29	29	29
长期股权投资	452	695	861	1024	1210
其他非流动资产	13	15	15	15	15
非流动资产	513	806	974	1130	1317
资产总计	2562	3275	4059	4826	5706
应付账款	135	124	183	197	226
预计负债	269	406	531	587	637
递延收益	81	100	110	121	133
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债	485	630	824	905	996
非流动负债	882	897	897	897	897
负债总计	1367	1527	1721	1801	1893
普通股	1030	1072	1072	1072	1072
未分配利润	162	674	1261	1946	2737
非控股权益	2	3	5	6	4
所有者权益总计	1195	1748	2338	3024	3813
负债和所有者权益总计	2562	3275	4059	4826	5706

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	75%	49%	10%	14%	12%
营业利润	189%	49%	7%	15%	16%
净利润	232%	63%	3%	17%	15%
利润率 (%)					
毛利率	80%	84%	81%	81%	81%
EBITDA Margin	41%	39%	39%	39%	41%
净利率	35%	36%	34%	35%	36%
回报率 (%)					
净资产收益率	42%	42%	32%	28%	25%
总资产收益率	23%	21%	18%	17%	16%
其他 (%)					
资产负债率	53%	47%	42%	37%	33%
所得税率	16%	14%	16%	16%	16%

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 Dalalal 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INZ00001735，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。