

微博 (WB US)

应对短期逆风环境

微博是中国第四大社交媒体平台（按 MAU 计，仅次于腾讯/抖音/快手），2022 年 6 月平台拥有 5.82 亿 MAU，并且维持 43% 的 DAU/MAU 比率。依托其庞大的用户群体以及活跃的 KOL 社区，微博对广告主建立了独特的价值主张。平台为广告主提供差异化的品效结合营销解决方案，帮助广告主提高营销 ROI。随着宏观环境复苏，我们预计公司总收入/非 GAAP 净利润有望自 2023 年起反弹，预计 2021-2024 年总收入/非 GAAP 净利润复合增长为 4.4/3.5%。公司当前估值仅对应 4.4 倍 2022E 非 GAAP 下 PE（较行业均值约 70% 折让），提供可观风险回报。我们基于 9.0x 2022E 年非 GAAP EPS 给予微博目标价 21.8 美元。首次覆盖给予买入评级。

■ **预计 2023-2024 年温和复苏。** 由于其在社交媒体领域的独特价值主张，微博仍是广告主寻求提升品牌知名度和销售转化的首选平台之一。随着宏观环境改善和广告需求恢复，微博基本面修复在 2023/2024E 年具备较高弹性。我们预测 2023/2024 年广告收入将同比增长 6.4/4.6%（2022 年同比下降 17.9%），占 2023/2024 年总收入的 88.0/88.5%。我们预计广告业务的复苏将推动 2023/2024 年非 GAAP 净利润同比增长 1.2/5.8% 至 5.80/6.14 亿美元。

■ **推动变现效率提升。** 与其他在线广告平台相比，微博广告变现效率仍有提升空间。2021 年微博每 MAU 广告收入仅为 22.9 元，低于快手/腾讯（78.4 元/70.6 元）。我们预计未来两个关键驱动因素将提升微博广告变现效率：1) 社交媒体领域的视频化长期趋势或将提高微博整体广告加载率和商业化效率；2) 微博在社交电商以及平台商业基础设施能力的探索建设有望提升其广告解决方案的 ROI。

■ **关注宏观与基本面催化，首予买入评级。** 微博当前估值仅对应 4.4x 2022 年非 GAAP 下 PE，较同业平均 PE 的 14.7 倍低 70%，较其 2 年历史平均 PE 的 15.0 倍低 71%。宏观环境修复将会是在线广告行业的积极催化，同时微博商业化与运营效率的提高也将推动其更快的利润复苏。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入(百万美元)	1,690	2,257	1,875	1,965	2,045
同比增长 (%)	(4.4)	33.6	(16.9)	4.8	4.0
毛利率 (%)	82.1	82.1	79.0	79.5	79.5
运营利润(百万美元)	507	697	482	491	524
同比增长 (%)	(15.2)	37.6	(30.9)	2.0	6.7
净利润(百万美元)	313.4	428.3	235.5	435.7	471.2
同比增长 (%)	(36.7)	36.7	(45.0)	85.0	8.1
调整后净利润(百万美元)	547.5	718.5	573.2	561.4	595.8
同比增长 (%)	(14.1)	31.2	(20.2)	(2.0)	6.1
调整后每股收益(美元)	2.41	3.14	2.51	2.45	2.60
市场平均预估每股收益(美元)	2.41	3.14	2.18	2.45	2.73
市销率(倍)	1.5	1.1	1.3	1.2	1.2
市盈率(倍)	27.9	26.0	10.4	5.6	5.2

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入

目标价 **21.80 美元**
潜在升幅 **103.5%**
当前股价 **10.71 美元**

中国互联网

贺赛一

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬

luwentao@cmbi.com.hk

陶冶

franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	2,450.5
3 月平均流通量(百万美元)	17.7
52 周内股价高/低(百万美元)	50.12/10.71
总股本(百万)	228.8

资料来源：FactSet

股东结构

新浪	40.1%
阿里巴巴	28.7%

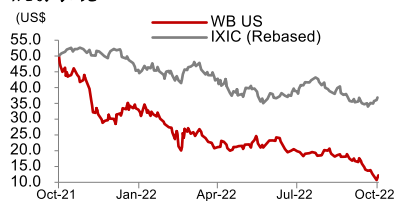
资料来源：公司资料

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-24.8%	-27.3%
3 - 月	-39.0%	-34.4%
6 - 月	-41.8%	-35.1%

资料来源：FactSet

股价表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
销售收入	1,767	1,690	2,257	1,875	1,965	2,045
销售成本	(329)	(302)	(404)	(394)	(403)	(419)
毛利	1,438	1,388	1,853	1,481	1,562	1,626
运营费用	(841)	(881)	(1,156)	(999)	(1,071)	(1,101)
销售费用	(465)	(456)	(592)	(446)	(491)	(501)
行政费用	(91)	(101)	(133)	(122)	(128)	(130)
研发费用	(284)	(324)	(431)	(431)	(452)	(470)
运营利润	598	507	697	482	491	524
其他盈亏	(42)	(175)	(176)	(204)	0	0
利息收入	47	44	30	20	32	42
税前利润	602	376	551	298	524	566
所得税	(110)	(61)	(139)	(72)	(105)	(113)
税后利润	493	315	412	226	419	453
非控股权益	(2)	1	(16)	(9)	(17)	(18)
净利润	495	313	428	235	436	471
调整后净利润	637	547	719	573	561	596

资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
流动资产	3,636	4,835	4,803	3,880	4,243	4,664
现金与现金等价物	1,453	1,815	2,424	1,636	1,872	2,164
应收账款	422	492	723	601	630	655
预付款项	425	297	451	357	366	374
其他流动资产	1,336	2,231	1,205	1,286	1,375	1,471
非流动资产	1,168	1,501	2,717	2,747	2,773	2,794
物业及厂房及设备 (净额)	47	61	68	75	83	88
合资及联营公司投资	1,027	1,179	1,208	1,231	1,250	1,265
商誉	47	209	297	297	297	297
其他非流动资产	47	52	1,143	1,143	1,143	1,143
总资产	4,804	6,335	7,520	6,626	7,016	7,458
流动负债	801	958	2,159	1,892	1,890	1,904
应付账款	126	150	198	134	140	146
应付税款	100	103	145	145	145	145
其他流动负债	109	144	988	972	976	979
应计费用	466	562	829	641	629	634
非流动负债	1,722	2,490	1,672	802	741	679
长期债务	1,722	2,490	1,672	802	741	679
总负债	2,522	3,449	3,832	2,694	2,631	2,583
股本	1,110	1,326	1,679	1,679	1,679	1,679
留存收益	1,174	1,487	1,915	2,151	2,586	3,058
股东权益总额	2,283	2,812	3,594	3,829	4,265	4,736
少数股东权益	(1)	74	94	103	120	138
总负债和股东权益	4,804	6,335	7,520	6,626	7,016	7,458

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
经营现金流						
税前利润	602	376	551	298	524	566
折旧摊销	30	41	55	47	48	51
税款	(110)	(61)	(139)	(72)	(105)	(113)
营运资金变化	(371)	49	42	(60)	(51)	(29)
其他	479	(1)	305	9	17	18
净经营现金流	632	403	814	222	432	493
投资现金流						
资本开支	(35)	(50)	(35)	(54)	(55)	(56)
处理短期投资所得现金	(837)	(731)	871	(71)	(78)	(86)
其他	(361)	62	(1,259)	(23)	(19)	(15)
净投资现金流	(1,234)	(719)	(424)	(148)	(152)	(158)
融资现金流						
净借贷	825	602	1	(871)	(61)	(62)
发行股票所得现金	0	0	188	0	0	0
其他	(4)	75	0	9	17	18
净融资现金流	821	678	189	(862)	(44)	(43)
净现金流变动						
年初现金	1,235	1,453	1,815	2,424	1,636	1,872
汇率变动	0	0	29	0	0	0
年末现金	1,453	1,815	2,424	1,636	1,872	2,164
增长率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
销售收入	2.8%	(4.4%)	33.6%	(16.9%)	4.8%	4.0%
毛利润	(0.2%)	(3.5%)	33.5%	(20.1%)	5.5%	4.0%
经营利润	(1.9%)	(15.2%)	37.6%	(30.9%)	2.0%	6.7%
净利润	(13.5%)	(36.7%)	36.7%	(45.0%)	85.0%	8.1%
调整后净利润	2.1%	(14.1%)	31.2%	(20.2%)	(2.0%)	6.1%
盈利能力比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
毛利率	81.4%	82.1%	82.1%	79.0%	79.5%	79.5%
营业利润率	33.8%	30.0%	30.9%	25.7%	25.0%	25.6%
调整后净利润率	36.1%	32.4%	31.8%	30.6%	28.6%	29.1%
股本回报率	24.6%	12.3%	13.4%	6.3%	10.8%	10.5%
资产负债比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	na	na	na
流动比率 (倍)	4.5	5.0	2.2	2.1	2.2	2.4
应收账款周转天数	87.2	106.3	116.9	116.9	116.9	116.9
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付账款周转天数	(140.1)	(180.6)	(178.6)	(124.1)	(127.2)	(127.2)
估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
市盈率	23.6	27.9	26.0	10.4	5.6	5.2
市盈率 (摊薄)	23.7	28.0	26.3	10.8	5.8	5.4
市帐率	5.1	3.1	3.1	0.6	0.6	0.5
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际证券。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。