

微博 (WB US)

4Q17 超预期，看好 eCPM 提升空间

- ❖ **4Q17 远超预期。**4Q17 收入同比增长 77%至 3.8 亿美元，超过指引上限，较一致预期高 4%，受益于强季节效应（阿里等电商“11.11”激进市场推广）；调整后净利润同比增长 90%至 1.46 亿美元，较一致预期高 10%（受益于毛利率提升及经营效率优化），其中净利润率升至 39%，同比提高 3 个百分点，环比提高 3 个百分点。1Q18 收入指引为同比增长 68%~73%，中值较一致预期高 7%。
- ❖ **产品革新、内容升级、算法优化，打通“用户-内容-客户”闭环。**看好公司以用户增长、内容革新、算法优化协同的长期增长机制：1) 用户增长：通过加强手机预装及 TV、头部 App 合作，微博用户规模持续增长。其中，MAU 和 DAU 均环比增长 4%至 3.92 亿和 1.72 亿。2) 产品革新：算法优化下内容推荐更为精准，多媒体内容更为丰富。2017 年 12 月短视频发布量及浏览量同比翻倍，综艺视频播放量同比超过 2 倍。3) 丰富货币化形式：2017 年，头部用户通过广告代言、知识问答等变现，变现规模同比提升一倍。该机制推动下，公司大客户及中小客户均实现持续增长，尤其汽车、手机、游戏广告增长可观。
- ❖ **eCPM 增长空间可期。**1Q18 超预期指引归因于多重因素，包括春节期间客户广告预算提升、客户数量增加及 eCPM 提升。公司将每年的第一季度视为用户拉新的重要时段，通过“让红包飞”活动及春晚央视合作，增强用户品牌意识及宣传效应最大化。展望 2018，公司的获客重心将集中在用户召回及激活上。此外，我们看到微博后期 eCPM 的增长空间，源于：1) 媒介型广告及信息流广告单价呈上升趋势，同时公司表示 2018 年媒介型广告 eCPM 将提价，考虑目前微博媒介型 eCPM 低于同业；2) 相比美国，中国社交广告占比依旧较低，且微博 eCPM 远低于 Facebook。
- ❖ **经营效率优化下净利润率持续改善。**4Q17 毛利率同比上升 4 个百分点至 81%。经营效率优化下，研发费用及行政费用率分别同比下降 4 及 3 个百分点至 15%及 3%，但该效应被市场推广费率的上升所抵消（同比上升 2 个百分点至 25%）。虽然目前线上流量成本提高，但我们对公司长期净利润率改善空间保持乐观，源于：1) 强社交属性下的强用户粘性及留存，保证高用户质量；2) 技术优化及平台升级后 eCPM 的上升；3) 经营效率优化下研发/行政费用率的持续改善。
- ❖ **估值。**目前公司估值为 43x/30x FY18/19E PE，对应 0.75x PEG（FY18-20E EPS CAGR 为 40%），单月活市值为 66 美元（远低于 Facebook）。我们认为后期上涨空间将主要来自于盈利增长驱动，其社交兴趣图谱将构建长期壁垒，而数据驱动（精确匹配度）、eCPM 上升及视频化大趋势将带来更多增量贡献。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万美元)	477.9	655.8	1150.1
调整后净利润(百万美元)	68.8	183.5	405.7
调整后 EPADS(美元)	0.18	0.60	1.33
EPADS 变动(%)	NA	233%	121%
市盈率(x)	105.8	68.2	65.7
市帐率(x)	6.7	11.8	19.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	5.9	15.7	36.2
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

未评级

当前股价 US\$129.7

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	21,706
3 月平均流通量(百万美元)	211.5
5 周内股价高/低(美元)	108/40
总股本(百万)	218.1

资料来源：彭博

股东结构

Alibaba	8.2%
Harding Loevner	3.2%
Guowei Chao	2.8%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.1%	-2.9%
3-月	13.8%	9.0%
6-月	62.7%	39.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

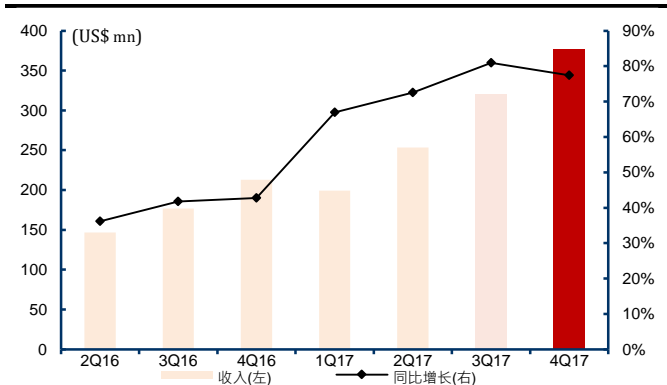
公司网站：www.weibo.com

图 1: 季度财务概览

(百万美元)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	4Q17 YoY	4Q17 QoQ
收入	147	177	213	199	253	320	377	77%	18%
广告	127	157	188	169	218	277	332	77%	20%
在线增值	20	20	25	30	35	43	45	81%	4%
销售成本	(41)	(44)	(49)	(46)	(50)	(62)	(72)	46%	15%
毛利	106	132	163	153	203	258	305	87%	19%
毛利率	72%	75%	77%	77%	80%	80%	81%	+4ppts	+1ppts
研发费用	(38)	(40)	(40)	(39)	(46)	(51)	(58)	45%	14%
研发/收入比重	-26%	-22%	-19%	-20%	-18%	-16%	-15%		
销售费用	(32)	(38)	(48)	(47)	(59)	(76)	(93)	93%	21%
销售/收入比重	-22%	-22%	-23%	-24%	-23%	-24%	-25%		
行政费用	(9)	(12)	(12)	(11)	(10)	(12)	(10)	-18%	-20%
行政/收入比重	-6%	-7%	-6%	-5%	-4%	-4%	-3%		
经营利润	27	43	64	56	88	118	145	176%	35%
其他收益(费用)	(1)	(9)	(21)	2	2	4	2	-108%	-61%
税前利润	26	34	42	58	89	123	147	247%	20%
所得税	(2)	(2)	(0)	(11)	(16)	(22)	(17)	30891%	-23%
非控制股东权益	(1)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(1)	49%	143%
净利润	26	32	43	47	74	101	131	205%	30%
NonGAAP 净利润	36	55	77	58	87	115	146	90%	27%
NonGAAP 净利润率	24%	31%	36%	29%	34%	36%	39%	+3ppts	+3ppts

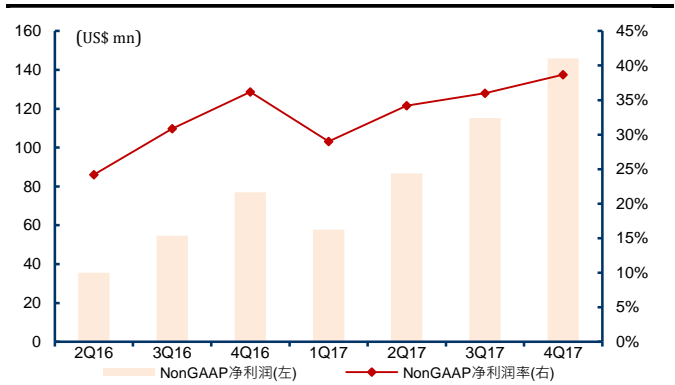
资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 季度收入及增速



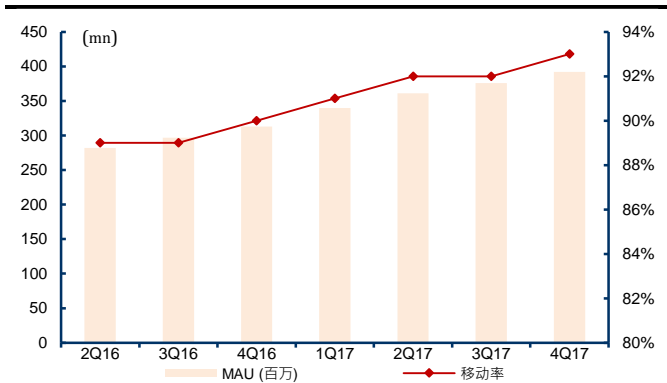
资料来源：公司，招银国际研究

图 3: Non GAAP 净利润



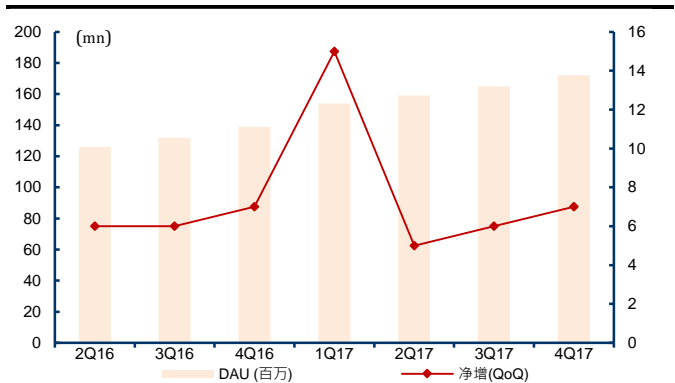
资料来源：公司，招银国际研究

图 4: MAU 及移动率



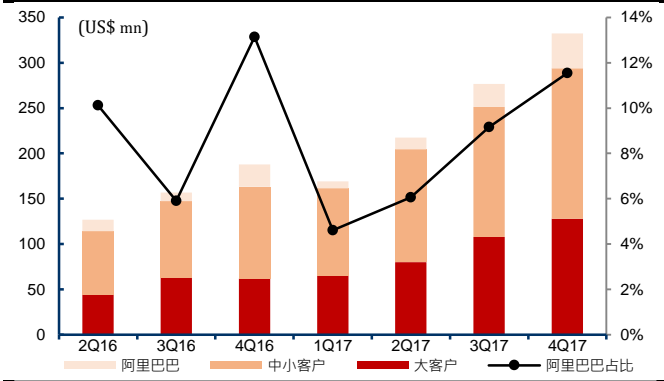
资料来源：公司，招银国际研究

图 5: DAU 稳健增长



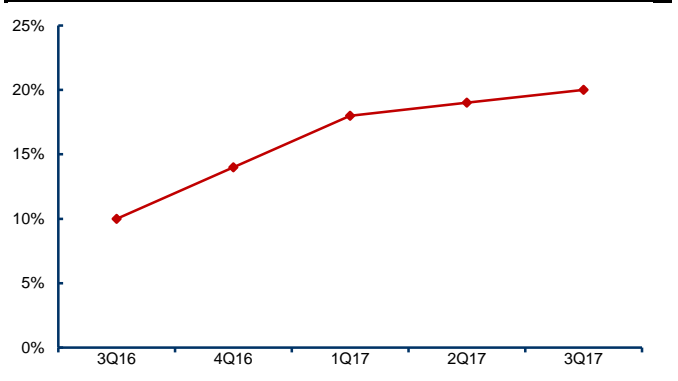
资料来源：公司，招银国际研究

图 6: 各广告客户贡献占比



资料来源：公司，招银国际研究

图 7: 公司视频广告收入占比



资料来源：公司，招银国际研究

注释：4Q17 暂未披露

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于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。

招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银证券”)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。招银证券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。招银证券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证券编写，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错误、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。招银证券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)2000 年英国不时修订之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，未经招银证券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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。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。