

# 商业贸易行业专题

## 社交媒体龙头崛起，微博时代大幕开启

分析师： 洪 涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

### ● 社交媒体发展的三个阶段及微博行业的演变

对比中美社交媒体的发展历程，可将行业的发展分为三个阶段：“博客、SNS&微博、多元化社交”，三个阶段的社交特点可以总结为“以点对面、网状交叉、内容垂直化”。微博行业也经历了“独立微博的拓荒、四大门户群雄割据、新浪微博一家独大”三个阶段，新浪微博在一家独大的过程中不乏腾讯、搜狐、网易的竞争，但其最终能够脱颖而出的原因有三点：（1）网络媒体基因决定了其70%的媒体属性和30%的社交属性；（2）初期名人战略快速吸引了第一批用户；（3）优秀的产品和技术是其最终实现广告变现的基础。

### ● 微博商业模式的解读及未来的增长动力

**商业模式：**微博的网络媒体基因决定了其媒体属性强于社交属性，因此模式的核心是通过明星、企业、达人以及自身扶持的垂直领域产生内容来吸引用户，利用用户的行为数据不断丰富用户标签，最终通过不断优化的广告工具在企业、名人端变现。

**增长动力来自广告主和广告位的增加。从广告位（用户数\*用户时长）的角度来看：**微博2014年起通过“领袖”下沉（从名人大V到自媒体红人，从名人效应到细分达人）和内容下沉（从新闻媒体到垂直领域，从热点导向到兴趣导向）带动了用户的增长（从一二线城市到三四线城市）及用户的使用时长。广告位仍将不断增加，且信息流中广告的占比仅2.7%，对比FB13年的5%仍有较大提升空间。**从广告主的角度来看：**公司15年底加大自助广告业务的推广力度，未来中小企业的广告投放（目前中小企业广告占比38.6%），同时粉丝经济的崛起，网红既是内容生产源，也是广告投放主，这些构成微博新的广告主体系。并且广告位越多（用户数及用户时长），广告主越多（中小企业客户），用户的标签画像不断优化，广告的匹配也会更精准。

### ● 估值探讨及盈利预测

**用户估值：**通过对标Facebook亚洲区估值我们发现，Facebook2012年亚洲区与微博2015年的月活、ARPU情况较为接近。而微博估值为48亿美元（对应12年FB亚洲区估值的43.6%）；2014年Facebook亚洲区月活、ARPU与我们预测的微博18年较为接近，但增速略有下降，给予微博18年目标市值110亿美元（对应14年FB亚洲区估值的30%）。**PE估值：**预计微博16-18年Non-GAAP净利润分别为0.98亿美元、1.64亿美元、2.40亿美元，按照PE估值法给予目标市值120亿美元，对应18年50XPE。综合用户估值法和PE估值法，公司18年总市值区间为110-120亿美元，建议投资者关注。

### ● 微博的A股映射公司

（1）从微博生态的角度来看推荐**华斯股份**。微卖和一下科技（秒拍、小咖秀）的布局分别提供了广告主电商变现和视频打赏变现两种方式。上市公司华斯股份投资微卖30%股权，作为微博生态的环节将伴随微博一同成长；（2）从优质内容的角度来看推荐**快乐购**。未来流量会跟随优质内容，从形式上视频零售会逐步取代传统电商的“图片+文字”零售，快乐购的原产地直播、我是大美人、辣妈学院都是其内容制作能力的体现，变现能力在逐步显现。作为A股社交电商龙头我们持续看好。（3）从红利渠道布局的角度来看推荐**南极电商**。利用“社交电商”这类新兴模式拓展销售渠道的公司，**南极电商**将受益于低成本流量的红利。

### ● 风险提示：

政策监管风险，垂直型社交媒体的分流。

## 相关研究：

快乐购深度报告：依托媒体制作能力，突破电视通路完成多屏融合	2016-04-26
商业贸易行业：移动流量红利提升社交流量价值，社交与电商共振时代到来	2015-11-12
商业贸易行业：浪潮之巅的互联网巨头——从盈利本质看阿里的昨天、今天和明天	2014-09-02

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：倪华 021-60750625 nihua@gf.com.cn

## 目录索引

投资聚焦 .....	5
一、 社交媒体的发展历程及微博行业的演变 .....	6
1.1 社交媒体经历“论坛&博客、SNS&微博、多元化社交”三个阶段 .....	6
1.2 微博行业格局的演变 .....	7
二、 从社交媒体的两种关系及三种属性，理解微信与微博的差异 .....	9
三、 微博盈利模式：以内容吸引用户，以广告变现流量 .....	11
3.1 丰富的内容矩阵产生强用户粘性 .....	12
3.2 个人用户与企业用户构建稳定金字塔状结构 .....	13
3.3 产品覆盖用户和企业，提升体验，流量变现 .....	13
<b>3.3.1 用户产品</b> .....	13
<b>3.3.2 企业产品</b> .....	14
四、 新浪微博的脱颖而出和业务扩张之路 .....	20
4.1 新浪微博在四大门户竞争中胜出的原因 .....	20
4.2 新浪微博一家独大之后的三大下沉战略 .....	21
五、 扶持垂直领域的内容生产提升用户粘性 .....	23
5.1 财经及股票领域 .....	24
5.2 电影映前、映中、映后的微博营销 .....	26
5.3 微博与电视、视频的结合 .....	28
5.4 电商领域的作用不断加强 .....	30
<b>5.4.1 电商的微博营销</b> .....	30
<b>5.4.2 社交电商</b> .....	30
六、 估值探讨与盈利预测 .....	32
6.1 用户估值法 .....	32
<b>6.1.1 微博活跃用户数将持续增长</b> .....	32
<b>6.1.2 微博平均每活跃用户年收入将提高</b> .....	33
<b>6.1.3 微博单个用户估值将不断提高</b> .....	35
6.2 PE 估值法 .....	37
6.3 关注 A 股映射公司 .....	40

## 图表索引

图 1: 中美社交媒体的发展历程 .....	6
图 2: Twitter 月活及增速 .....	7
图 3: Facebook 月活及增速 .....	7
图 4: 我国微博行业的格局演变 .....	8
图 5: 微博主要使用目的是关注新闻、感兴趣内容 .....	10
图 6: 微信主要使用目的是与朋友互动 .....	10
图 7: 微博的金字塔状社交关系和微信的平行社交关系 .....	11
图 8: 新浪微博业务模式框架 .....	12
图 9: 15 年微博用户结构 .....	13
图 10: 15 年微博用户教育水平 .....	13
图 11: 微博季度月活、日活及增速 .....	13
图 12: 微博中小及自助广告客户数 (万) .....	13
图 13: 微博营销体系 .....	14
图 14: 中国网络广告中社会化媒体的占比 .....	16
图 15: 信息流广告示例 .....	17
图 16: 微博信息流九宫格应用推荐 .....	17
图 17: 粉丝头条示例 .....	17
图 18: 博文头条新增行业标签 .....	17
图 19: 淘宝橱窗示例 .....	18
图 20: 微博移动端开屏广告示例 .....	18
图 21: 2015 年微博支付各类交易金额 (百万) .....	19
图 22: 2015 年微博会员支付渠道金额 (百万) .....	19
图 23: 2014-2015 年微博使用功能 .....	22
图 24: 不同垂直领域下的覆盖用户及核心用户 .....	24
图 25: 财经领域的微博传播路径 .....	25
图 26: 微博股票频道优势及转化路径 .....	25
图 27: 参与财经内容探讨的用户结构 .....	26
图 28: 财经类认证账号数持续增长 .....	26
图 29: 优质内容带动用户 PV、UV 快速增长 .....	26
图 30: 财经类付费按成交量和成交额分布 .....	26
图 31: 微博电影营销全链条生态 .....	27
图 32: 近七年上映电影开通官方微博账号年增长量 .....	28
图 33: 2015 年微博电影消费群体 .....	28
图 34: 微博电影认证账号个数持续增长 .....	28
图 35: 视频网站与微博相融合的双网联动模式 .....	29
图 36: B2C 卖家分类 .....	30
图 37: 垂直电商中不同品类卖家分布 .....	30
图 38: 微博网红经济产业链 .....	30
图 39: 新榜 TOP100 网红运营平台 .....	31

图 40: 2005-2015 年中国网民人数.....	33
图 41: 中国与北美互联网普及率 .....	33
图 42: 微博月活与增速估计 2016-2018 .....	33
图 43: 微博日活与增速估计 2016-2018 .....	33
图 44: 11 年-15 年 Facebook 月活及收入增速 .....	34
图 45: 11-15 年微博月活及收入增速 .....	34
图 46: 11-15 年 Facebook 分区域平均月活年收入贡献 (美元/人/年) .....	34
图 47: 新浪微博 2015 年平均月活收入贡献 (2.02 美元) 与 2012 年 Facebook 亚洲区 (2.30 美元) 相当 .....	34
图 48: 2015 年微博用户使用频率 .....	35
图 49: 2015 年微博用户每天使用微博时长 .....	35
图 50: 微博与 FB 的 DAU/MAU (用户粘性) .....	35
图 51: 微博与 FB 的移动收入占比 .....	35
图 52: 主流上市社交公司每活跃用户估值 (美元/人) .....	36
图 53: 2010-2015 年 Facebook 分区域 MAU (百万) .....	36
图 54: 2015 年 Facebook 收入分区域占比 .....	36
图 55: Facebook 盈利稳定后的估值 .....	37
图 56: 微博股权结构 .....	38
图 57: 微博收入: 广告占比 80% 以上, 中小企业广告收入占比不断提升 .....	38
图 58: 12-15 年 Facebook 与微博的毛利率比较 .....	38
图 59: 12-15 年 Facebook 与微博的营销费率比较 .....	38
图 60: 12-15 年 Facebook 与微博的管理费率比较 .....	39
图 61: 12-15 年 Facebook 与微博的研发费率比较 .....	39
表 1: 我国主流社交应用使用率 .....	9
表 2: 主流国内外社交应用属性分类 .....	10
表 3: 微博与微信的差异 .....	10
表 4: 微博企业产品一览 .....	15
表 5: 微博信息流广告、微信、百度、淘宝广告对比 .....	16
表 6: 粉丝通与粉丝头条对比 .....	17
表 7: 微博其他综合服务工具 .....	19
表 8: 不同话题参与用户的标签占比及排名 .....	23
表 9: 垂直领域内容具备强大的扩张性, 部分领域博文平均阅读次数达上万次 ..	24
表 10: 2015 年淘宝女装 C 店销售额排名 .....	31
表 11: 各社交平台月活跃用户及主要广告产品 .....	32
表 12: 对比微博与 Facebook 亚洲区 .....	37
表 13: 微博收入及利润预测 (单位: 百万美元) .....	39

## 投资聚焦

2014年9月，我们写了一篇阿里巴巴的深度报告《浪潮之巅的互联网巨头——从盈利本质看阿里的昨天、今天和明天》，将阿里定义为互联网广告交易平台，广告收入的持续提升依赖于广告位（用户数及用户时长，我们定义每个人的每个时间段是独立广告位）和广告主（品牌商资源）的不断拓展，因此我们不难理解阿里巴巴的一系列布局都是围绕其核心盈利模式展开。

在今年的1月底，我们又写了一篇阿里巴巴报告，虽说是4Q15财报点评，却是我们对未来商业格局的思考（参考《两难选择，可能是阿里核心盈利模式变化的起点》）。PC时代阿里几乎垄断电商流量的入口，而伴随着移动互联和网红经济的崛起，我们看到的是前端流量入口的格局重构。淘宝前十大的女装店铺，有7家是网红主导，更为重要的是这些店铺不在阿里上投放广告。阿里缺失的广告收入去了哪里？沿着这条线索，我们注意到了**新浪微博——未来商业格局金字塔尖的巨头**。

新浪微博是所有高使用率的社交应用中，唯一具备强媒体属性的平台，我们定义其媒体属性占70%，社交属性占30%。和阿里类似，微博的盈利模式本质同样是互联网广告平台，通过明星、企业、达人以及自身扶持的垂直领域产生内容来吸引用户，积累用户行为数据，丰富用户标签画像，最终通过不断优化的广告工具在企业、名人端实现流量变现。因此其战略布局清晰的围绕广告位（用户量\*用户时长）、广告主（品牌、企业、网红等）以及广告投放效率（工具开发）展开。

2014年以来，新浪微博通过“领袖”下沉（从名人大V到自媒体红人，从名人效应到细分达人）和内容下沉（从新闻媒体到垂直领域，从热点导向到兴趣导向）带动了用户数和用户时长的扩展，广告位不断增加，且信息流广告占比仅2.7%（对比FB，13年就已经达到5%）。而从广告主的角度来看，过去主体为品牌和企业，伴随着粉丝经济的崛起，网红不仅是内容产生源，也成为新增的广告主，其广告投放能力与其粉丝变现价值成正比关系。简而言之，网红电商带动网红广告投放，成为微博广告收入的新动力（华斯股份持优舍科技30%股权，优舍科技是微博电商变现的主体，这也是为什么我们看好华斯股份的核心逻辑）。

伴随着移动化、娱乐化、视频化，微博的用户粘性和移动广告收入大幅提升（这些特点和趋势在Facebook上都有印证），在估值的探讨上我们也更多以Facebook作为参考。2012年Facebook亚洲区MAU约3亿（五年CAGR约31.4%），ARPU 2.3美元，与微博2015年的2.6亿MAU及2.0美元ARPU情况较为接近。2012年Facebook的市值中枢为1000亿美元，亚洲区收入占比11.9%，按照收入占比估算2012年FB亚洲区的市值约为110亿美元，当前微博估值为52亿美元；2014年Facebook的MAU、ARPU和我们预计的微博2018年较为接近，而2014年FB市值中枢3300亿美元，亚洲区估值375亿美元，是2012年的3.4倍。结合PE估值，我们保守预计新浪微博2018年的目标市值区间在110-120亿美金。

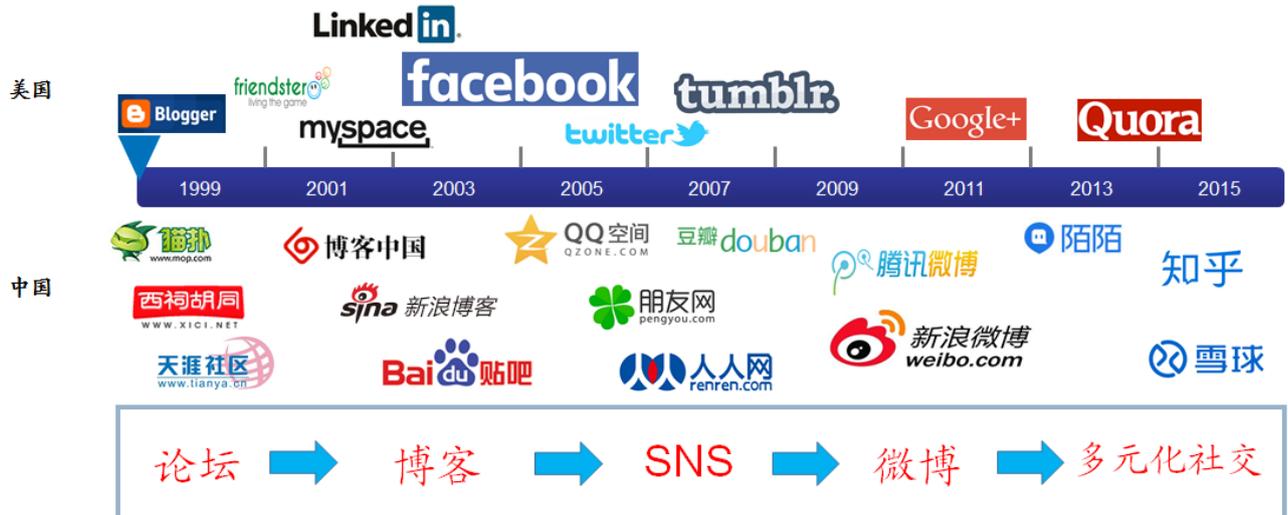
站在未来商业新格局的角度看，微博是不能忽视的金字塔尖公司。2015年微博扭亏是标志性事件，微博时代大幕开启，产业链相关公司也将共同成长。

## 一、社交媒体的发展历程及微博行业的演变

### 1.1 社交媒体经历“论坛&博客、SNS&微博、多元化社交”三个阶段

对比中美社交媒体的发展历程，可将行业的发展分为三个阶段：论坛&博客、SNS&微博、多元化社交。这三个阶段的社交特点分别可以总结为以点对面、网状交叉和内容垂直化。

图1：中美社交媒体的发展历程



资料来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

#### 1) 早期社交网络：论坛与博客

早期的社交网络以欧美的Blogger(1999)、Friendster(2002)、Myspace(2003)为代表，这一阶段的特点是用户聚集网络平台上，通过以点对面的形式进行信息交换。论坛与博客的诞生冲击了传统新闻门户网站，通过自产生内容(UGC)，扩大用户获取的信息量，方便陌生人之间的信息传播与互动。

中国早期的论坛以猫扑(1997)、西祠胡同(1998)、天涯(1999)为代表，随后诞生了以博客中国(2002)、新浪博客(2005)为代表的博客。

#### 2) 交互性更强的社交媒体：SNS与微博

2004年，将线下真实关系转移到线上的社交工具Facebook诞生；2006年，以网状交叉式扩散传播为特点的twitter诞生。相比于早期的论坛和博客，SNS、微博的社交关系呈现网状结构，用户画像更丰满，交互性更强。

受到美国社交网络发展的影响，中国版SNS也相继出现：QQ空间(2005)、人人网(2005)、开心网(2008)、朋友网(2010)；微博也从独立微博时代走向门户微博时代，四大门户微博：新浪(2009)、腾讯(2010)、搜狐(2010)、网易(2010)群雄割据。

#### 3) 多元化社交：综合社交与垂直社交并存

2011年以后，美国互联网逐步进入移动时代，社交媒体出现一超多强的格局(一

个综合性社交平台与多个垂直化社交媒体并存)。“一超”指的是综合社交媒体代表是Facebook，其2012年上市前月活数已超过8亿，2015年月活达到15.9亿，成为综合性社交媒体的龙头。“多强”指的是图片(Pinterest、tumblr)、视频(YouTube)、电商、职业招聘(linkedin)等基于垂直领域的社交需求被细分出来。2005年视频网站Youtube成立，2006年被Google以16.5亿美元的价格收购；图片社交Pinterest(2012)于成立当年呈现爆发式增长；通讯工具WhatsApp(2013)快速完成两轮融资并于2014年以190亿美元的高价被Facebook收购。

从行业格局来看，Twitter MAU在2015年达到3亿左右的瓶颈后增长乏力，导致股价一路下跌，其原因在于和竞争对手Facebook、Instagram等相比，Twitter内容和功能(早期仅支持文字后期才添加图片等功能)并不丰富，无法持续吸引用户，用户数量和活跃度不再上升后，广告价值下降。

图 2: Twitter 月活及增速

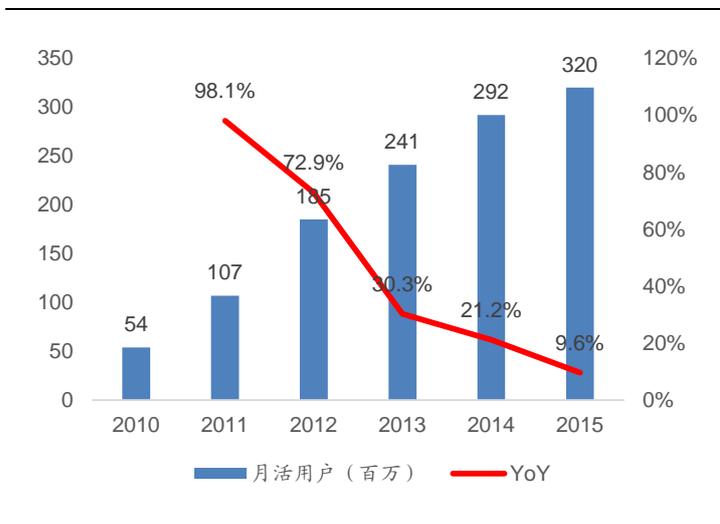
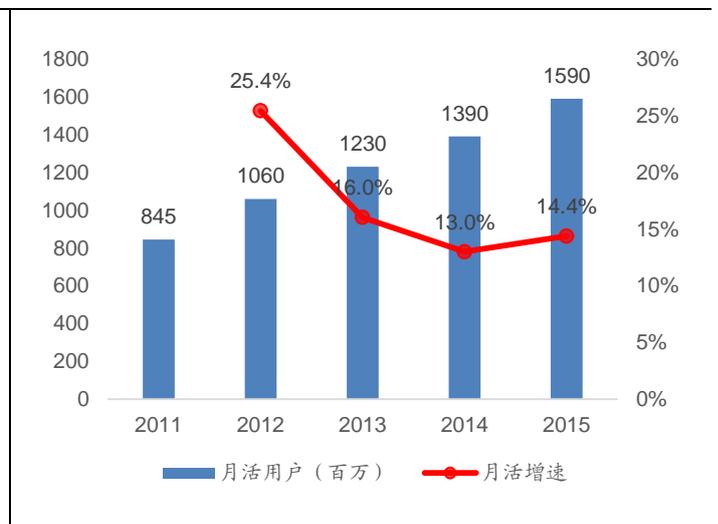


图 3: Facebook 月活及增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 1.2 微博行业格局的演变

我国微博行业的格局经历了“独立微博的拓荒、四大门户群穷割据、新浪微博一家独大”三个阶段，新浪微博在一家独大的过程中不乏腾讯、搜狐、网易的竞争，但其最终能够脱颖而出，我们认为主要由以下三点原因：

- (1) 门户网站出身，集媒体属性和社交属性于一身（70%的媒体属性和30%的社交属性）；
- (2) 发展初期施行名人战略，快速抢占金字塔尖资源；
- (3) 优秀的产品和技术，持续的研发投入。

由于综合性社交平台的用户社交呈网状结构，社交媒体的价值和壁垒随着用户数量的增加呈指数级增长，因此往往呈现寡头垄断格局。而用户的增长带来的交互数据和广告价值也将呈指数型增长，类比Facebook我们观察到：当公司的活跃用户进入到一定量级之后，广告收入的增长会快于活跃用户的增长。

图4: 我国微博行业的格局演变



资料来源: 广发证券发展研究中心

### 1.2.1 独立微博的拓荒时代

受Twitter成功的影响, 2007年之后在中国以Twitter为原型的独立微博饭否网、叽歪网、做啥网、嘀咕网不断涌现, 在用户数达到百万级别的关键时期遭遇2009年中国互联网领域的专项整治运动, 叠加资金、变现能力的不足, 在发展壮大之前消亡。期间的腾讯滔滔, 定位为迷你、即时博客, 因与QQ空间重合, 在腾讯内部定位尴尬, 腾讯整体的推广不积极导致早夭。

### 1.2.2 门户微博群雄割据

2009年8月, 中国老牌门户新浪上线新浪微博, 并在短时间内借助新浪原本就拥有的媒体和名人资源迅速抓住中国话语权最强的金字塔尖用户, 通过这些娱乐明星、企业高管、媒体快速获取了第一批普通用户。

2010年网易、搜狐、腾讯迅速组织上线自己的微博产品。这一阶段, 四大门户投入大量资源抢夺用户, 腾讯借助用户数量极大的qq平台优势, 为腾讯微博导入了四成用户, 并通过QQ签名带来大量内容和流量; 搜狐微博实行“名人+营销”战略, 总裁张朝阳亲自推广; 网易微博使用庞大的邮箱库进行微博宣传推广, 并开启i达人计划。

### 1.2.3 新浪微博一家独大

得益于新浪微博“网络媒体基因、名人战略、优秀的产品和技术”这三方面的优势, 2014年另外三家门户微博无奈退出竞争。腾讯撤销微博事业部并入腾讯网站部门; 网易将微博并入网易轻博客LOFTER; 搜狐微博流量持续萎缩, 14年11月正式进入“半放弃”状态。新浪微博随即改名为“微博”, 并于2014年在纳斯达克上市, 中国微博市场进入“新浪”一家独大时代。

## 二、从社交媒体的两种关系及三种属性，理解微信与微博的差异

CNNIC 2015年的调查显示，人们使用社交产品的目的主要有：与朋友互动（社交属性）、了解新闻热点（媒体属性）、关注感兴趣的内容（媒体属性）、获取知识和帮助和分享知识（社交属性）等。功能定位不同产生了熟人社交（强关系）、社区社交（弱关系）、社交媒体（强关系&弱关系）等类别的社交应用。

CNNIC 2015年社交应用研究报告对即时通信工具、综合社交应用、垂直社交应用的使用率进行了统计，即时通信工具被QQ（使用率90.3%）、微信（81.6%）垄断，综合社交应用中微博使用率43.5%（QQ空间的使用率84.5%更多是使用QQ的附带点击行为）。

表 1：我国主流社交应用使用率

一级分类（总体使用率）	二级分类	社交应用	应用使用率
即时通信工具（90.7%）		QQ	90.3%
		微信	81.6%
		陌陌	18.9%
综合社交应用（69.7%）		QQ空间	84.5%
		微博	43.5%
		人人网	16.5%
垂直社交应用	图片视频社交（45.4%）	美拍	27.3%
		秒拍	12.5%
	社区社交（32.2%）	贴吧	45.7%
		知乎	10.3%
		豆瓣	10.1%
	婚恋社交（8.0%）	世纪佳缘	3.8%
	职场社交（2.6%）	Linkedin	1.8%

数据来源：CNNIC 2015 中国社交应用用户行为研究报告、广发证券发展研究中心

**微信和微博的差异在哪？是否会形成竞争，回答这个问题需要先理解社交媒体的两种关系和三种属性。**

在上一篇社交电商深度报告中（2015年11月），我们把社交关系定义为强关系和弱关系两类。强关系指的是社会同质性较强，由感情因素维系的人际关系。弱关系指的是异质属性较强，关系并不紧密。弱关系的连接本身以信息分享为目的，虽然可信度上相对较低，但可获得的信息广度较大。弱关系的场景包括：与明星达人之间的单向关注，以及兴趣相投的社区互动。

类似的，我们将社交媒体属性分为三类：社交属性、媒体属性与中介属性。社交属性指的是用户通过社交媒体建立、维持社交关系；媒体属性指的是用户从社交媒体上获取、分享信息；中介属性，其内涵为促成交易并收取佣金。

表 2: 主流国内外社交应用属性分类

	社交属性	媒体属性	中介属性
Facebook	强	中	中
Twitter	弱	强	弱
微博	弱	强	中
微信	强	弱	弱

数据来源: 广发证券发展研究中心

作为移动端抢占用户时间最多的两款应用应用, 微信和微博有着本质的差异:

(1) **关系形态:** 微博是公开网络, 社交关系更多是弱关系, 其关系形态呈金字塔状; 微信是熟人间社交, 社交关系属于强关系, 其关系形态呈平行圈状。

(2) **信息可控度:** 微博的信息传播无法控制也无法预知, 而微信的信息相对私密和可控。

(3) **核心功能:** 微信核心功能是通讯, 用户多、使用频率高, 而微博的核心功能是信息获取, 同样的内容传播速度和影响力远远大于微信。

从以上三点可以发现, 微博关系延展性及信息延展性要强于微信, 同样的活跃用户带来的网络连接更多, 信息流更大, 数据价值也更高。

表 3: 微博与微信的差异

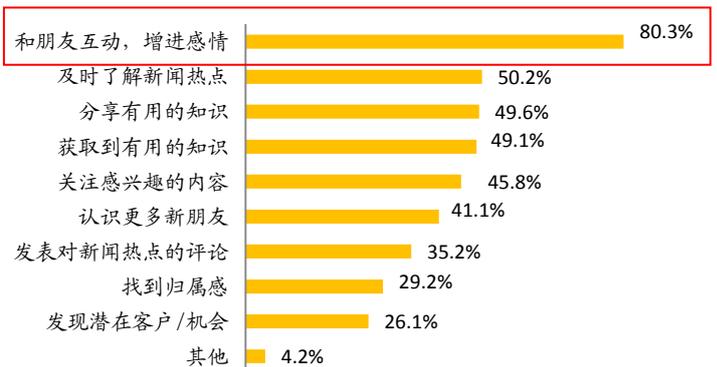
	微博	微信
社交关系	弱关系	强关系
关系形状	金字塔状	平行关系
信息传播	无法控制和预知终端	私密性和可控性
功能	信息获取	通讯工具

数据来源: 广发证券发展研究中心

图 5: 微博主要使用目的是关注新闻、感兴趣内容

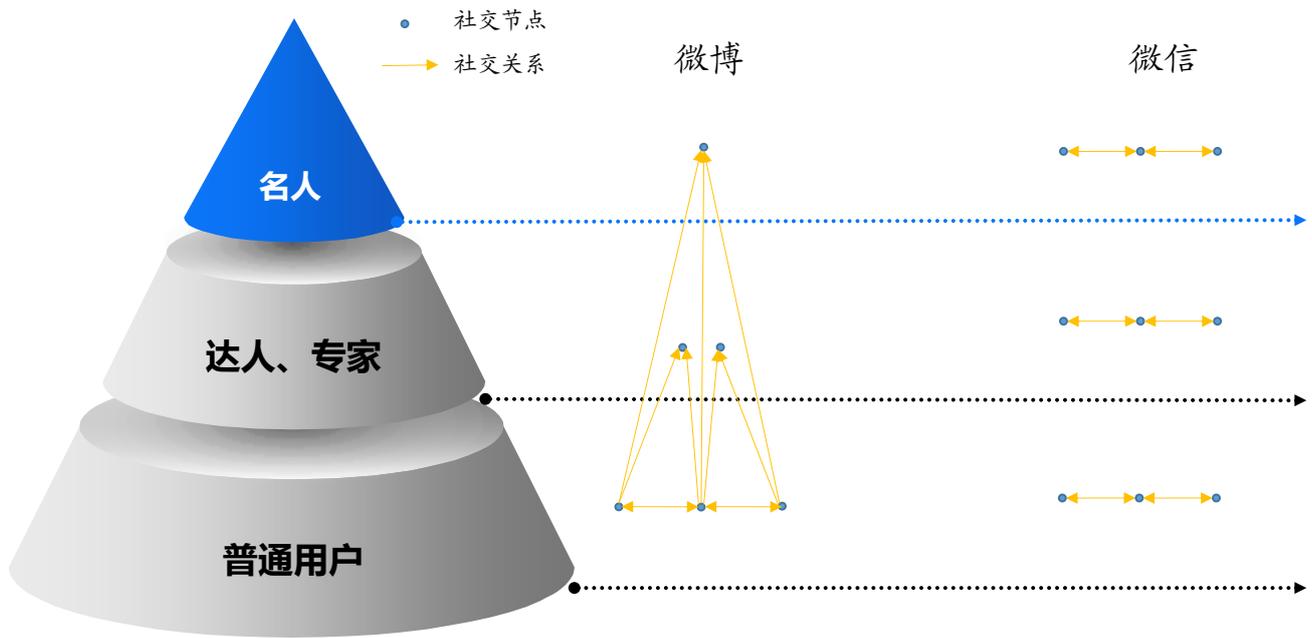


图 6: 微信主要使用目的是与朋友互动



资料来源: CNNIC、广发证券发展研究中心

图7: 微博的金字塔状社交关系和微信的平行社交关系



资料来源: 广发证券发展研究中心

从CNNIC统计中用户对微博的主要使用目的来看,“及时了解新闻热点”、“关注感兴趣的内容”、“获取到生活/工作中有用的知识和帮助”是最主要的目的,提及率分别为72.4%、65.5%和59.7%,因此我们将微博定义为**70%媒体属性与30%社交属性,并逐步增强中介属性的社交媒体。**

使用率高的社交应用中,媒体属性强的社交应用唯有微博。究其原因,微博凭借超过一亿的日活、交叉式扩散的传播方式与上千万意见领袖,无论是在传播速度还是传播深度上,都远远超过了传统媒体与其他社交平台。也正是由于快速的响应速度、广阔的辐射范围、热门话题和大V权威性,微博常常成为重大新闻事件的首发源头。在社交属性方面,微博的社交关系包含“陌生人弱关系链+熟人强关系链”两部分,后者的占比在不断减少。

### 三、微博盈利模式: 以内容吸引用户, 以广告变现流量

新浪微博的网络媒体基因决定了其媒体属性强于社交属性,因此商业模式的核心在于通过明星、企业、达人以及自身扶持的垂直领域产生内容来吸引用户,并通过不断创新优化的营销工具在企业、名人端实现流量变现。

2015年微博实现收入4.78亿美元,其中广告收入4.02亿美元,占比84%,呈逐年递增态势。从某种意义上来看,微博和阿里巴巴相仿,其本质都是互联网广告平台,阿里以电商聚集卖家和买家,而微博则以媒体内容聚集用户,吸引广告主的加入(品牌、企业、名人、网红等)。但两者的广告又有本质差异,微博更多属于信息流广告,重传播;而阿里更多属于搜索广告,重转化(后文我们会做详述)。

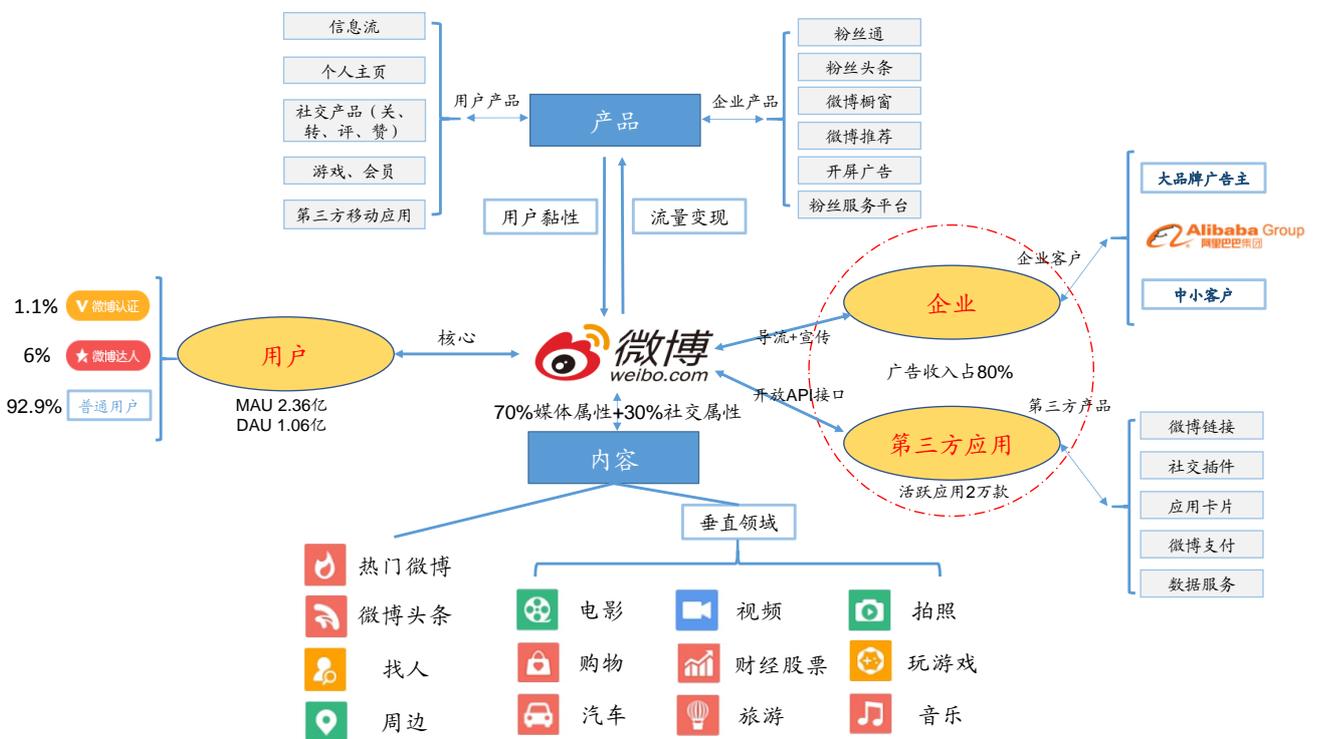
对于微博而言,其盈利模式为流量的广告变现,构成其模式最核心的元素为广告位和广告主: **1) 扩大广告位:** 每个人的每个时间段都是独立广告位,扩大用户数量,提升用户时长,从而占绝更多的用户广告价值(不断拓展垂直领域的内容,签

约明星大V，推出图片、视频、直播等)；**2) 扩大广告主：**庞大的用户群体，丰富的用户类型，吸引品牌、企业、网红投放广告，获得曝光，享受粉丝经济的变现；**3) 提升广告投放效率：**广告位越多(用户数\*用户时长)，广告主越多(中小企业客户)，用户的标签画像不断优化，广告的匹配也会更精准。

网红经济的兴起，使得网红既是内容产生源(吸引更多用户，创造更多广告位)，也是广告主(利用微博的各种工具曝光、吸粉，并通过电商、直播等变现)。当这些群体借助微博影响力实现盈利，微博也就顺理成章地从中获益(大多不直接提成，而是通过营销工具来实现分成)。

我们将微博模式拆解为三个维度：**内容(热点内容&垂直领域内容)、用户(个人用户&企业名人)和产品(用户产品&企业产品)。**

图8：新浪微博业务模式框架



资料来源：广发证券发展研究中心（备注：数据截止至2015年12月31日）

### 3.1 丰富的内容矩阵产生强用户粘性

新浪微博在每个垂直领域都成立了专门的事业部，来拓展相关领域的达人、企业、第三方应用，目前常见的垂直领域有电影、视频、购物、财经、汽车、旅游、游戏、音乐等。从2012年上市开始，纯文字的内容占比已低于1/3，大部分是图片形式，未来随着短视频的爆发，视频内容占比也会越来越高。

微博的价值衡量来自用户每天浏览信息的时长，目前各个垂直领域的信息流显示，时间权重在降低，即便是过时的优质内容也会再次呈现，使得信息浏览量大幅提升，用户粘性也随之提升。如电影频道的内容按电影排列，所有与某部电影相关的微博都会在频道内显示。

### 3.2 个人用户与企业用户构建稳定金字塔状结构

2015年认证用户、达人用户、普通用户的占比分别为1%、6%、93%，认证用户又分为橙V（个人认证用户）和蓝V（企业认证用户）。不同于微信的平行关系，微博是金字塔状关系，微博本质上满足的塔底用户对塔尖用户（明星、达人、网红）的关注需求，2016Q1月活达到2.6亿，日活1.2亿，复合增速30%以上。

企业用户主要分为大品牌广告主、阿里巴巴相关方和中小客户。2016年一季度，中小客户数量已达83.2万（+25%），将是未来几年微博广告的主要购买者。

图 9：15 年微博用户结构

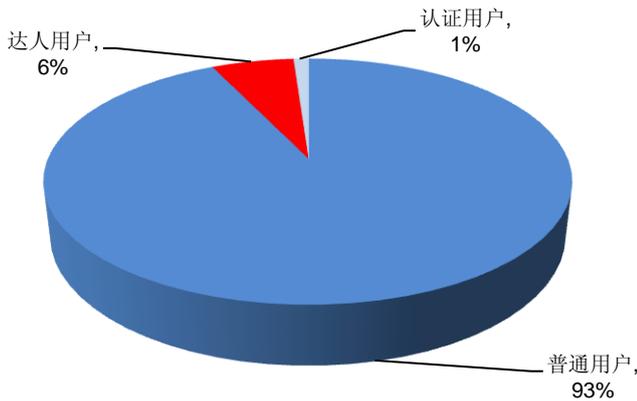
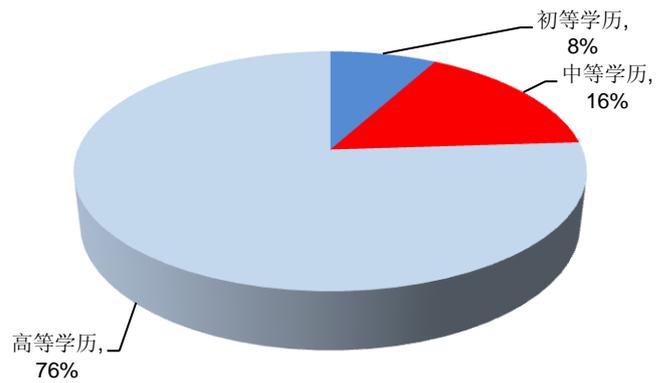


图 10：15 年微博用户教育水平



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 11：微博季度月活、日活及增速

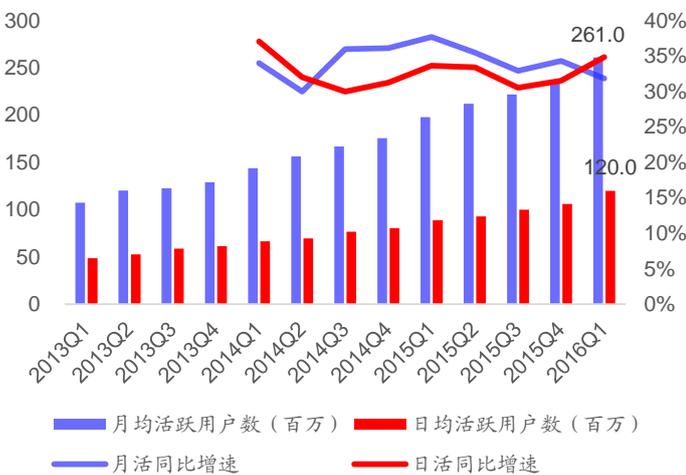
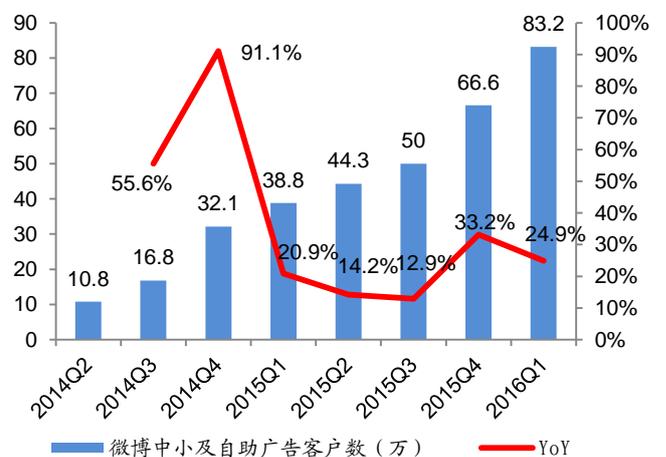


图 12：微博中小及自助广告客户数（万）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 3.3 产品覆盖用户和企业，提升体验，流量变现

新浪微博的产品应用可以分为用户产品和企业产品：用户产品是基础，提升用户体验和粘性；企业产品提供专业营销手段，帮助企业发现目标客户、扩大品牌影响力，并在此过程中变现流量。

#### 3.3.1 用户产品

(1) 个人产品：广播，社交产品（关注、评论、转发、点赞、收藏、@、私信

等)，Page主页（包括个人主页、企业主页、兴趣主页、LBS主页等）

**微博广播与社交产品**是用户发布信息、传播信息、与网友互动的基本工具。**微博主页**是一个结构化的页面，是完整的个人网络展示中心以及网络业务中心，用来表现、聚合信息供其他用户阅读、传播，也能让其他用户直接在个人页面上进行商业互动。如歌手、作家、自媒体的微博页面，可以看到其作品并完成在线阅读、下单购买、微博打赏等功能；而对企业用户来说，主页可以完成店铺展示、业务咨询等功能。

**(2) 互动产品：**信息流（最核心、最基础的展现方式和变现手段），搜索功能，目标页面（与内容提供商合作提供的内容页面，比如虾米音乐、微卖、秒拍等），微话题，热门微博，微博发现、微博运动、微博支付等；

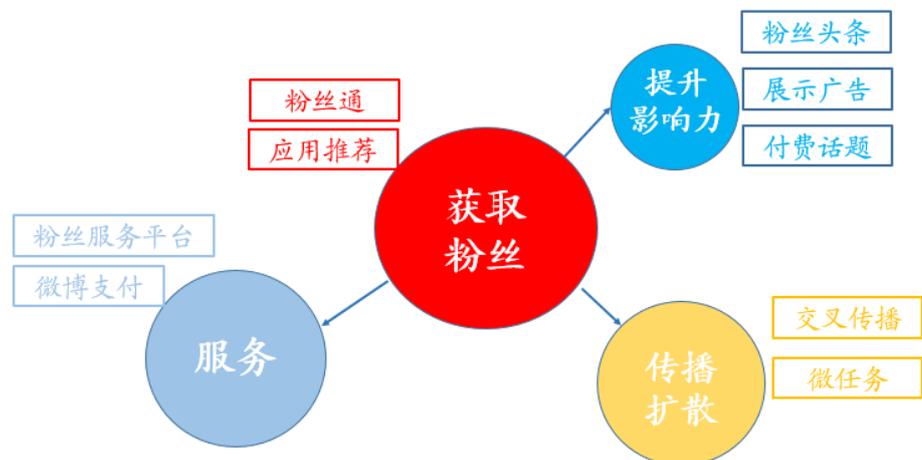
**(3) 附加产品：**微博游戏、会员等。

### 3.3.2 企业产品

微博的企业产品价值可分为“发现目标客户、扩大品牌知名度、网站导流”：

①**发现目标客户、吸引为粉丝并与其低成本互动：**微博社交以兴趣为导向，微博可以通过粉丝标签与大数据精确投放广告，吸引对企业感兴趣的粉丝关注。企业还可以与粉丝互动交流，了解粉丝偏好与诉求；②**扩大品牌知名度，提示品牌形象：**微博交叉式扩散传播的特点使得优秀的广告和品牌口碑以几何级数的速度快速传播至全网，在社会热点与企业产品契合或是企业危机时，可以作为公关手段；③**网站导流工具：**庞大的用户基数、上亿条信息流、方便的链接导入，使得微博的流量可以非常容易地转入目标网站。

图13：微博营销体系



数据来源：微博、广发证券发展研究中心

围绕着上述这三个目标，微博开发了一系列产品和工具，包括粉丝通、粉丝头条、微博橱窗、微博推荐、开屏广告、粉丝服务平台等。可以将这些企业产品归纳为“信息流广告、展示类广告、服务工具”三类。

表 4: 微博企业产品一览

	名称	广告形式	计费方式
信息流广告	有偿信息流、粉丝通	用户信息流中展示	CPM/CPE
	粉丝头条	粉丝信息流第一位	固定费用 (根据范围确定)
	微博推荐	用户信息流中展示	CPM
展示类广告	开屏广告	开机时大屏展示	CPM
	微博橱窗	微博页面橱窗展示	CPM
服务类	粉丝服务平台		不计费
	微系列 (微话题、微任务)	多种多样	CPM 或固定费用
	"Bigday"	全覆盖方案	固定费用

数据来源: 微博、广发证券发展研究中心

### (1) 信息流广告: 包括粉丝通, 粉丝头条, 微博推荐等

信息流广告指的是在**微博信息流刷新中正常滚动**, 对用户以**微博的形式**展现的广告, 是**微博主力营收工具**。**2014年信息流广告业务的收入超过展示类广告, 占比超过50%**。每条广告带有推广标识并突出关注按钮, 包含普通微博的社交功能, 实现信息的海量触达、精准投放和多维传播。为了避免用户体验下降, 同一条推广信息只会一天内对同一用户展现一次。

由于在用户定向、标签等数据方面着力颇多, 微博所有信息流内的广告都根据地域、年龄、性别、兴趣等定向的方式多维度、多属性地进行精准投放。定价方面, 信息流广告大多数按照CPM实时竞价方式销售。**15年四季度信息流CPM约为18元, 同比增加20%**。

微博信息流广告客户分为两类, 一类为代理渠道客户, 一类为自助广告客户。目前大部分客户 (包括大品牌客户与中小企业客户) 都通过代理渠道 (即广告公司) 购买微博广告位, 少部分个人客户和中小企业开始通过自助的方式投放广告。

大公司有较多的广告预算, 需要更有效率的互联网营销, 第三方广告公司可以提供全方位广告营销服务, 微博是其广告营销的其中一环。微博的中小企业客户地域分布、行业分布广, 社会化营销经验少, 微博的销售人员给中小企业客户提供多种服务, 包括识别客户、收款、帮助客户建立微博企业账户等, 通过专业化的指导帮助中小企业更有效的在**微博上**投放广告。

**Facebook 2013Q3**分析师电话会议中, **Facebook**高管提到其信息流中广告信息占比略超过5%, 而之后每次电话会议都有分析师问及此数据的最新情况, 而**FB**不再正面回答, 显然已经达到较高水平。微博**15年Q4**信息流中广告信息占比约为**2.7%** (**2015Q3**这一比例为**2.3%**), 对比**FB**依然有较大提升空间。信息流广告需要平台进行大量匹配工作, 广告位越多 (用户数\*用户时长), 广告主越多 (中小企业客户), 广告的精准度也会随之提高。目前**微博**中小客户已达**83万**, 并在继续增加。

从信息流广告形式来看, 微博**15年**开始在视频领域布局, **15年**四季度视频日均播放量达**2.9亿**, 环比增长**53%**, 并针对部分用户开放信息流视频自动播放功能, 测试用户视频播放频次增长**4.5倍**。**16年春节**6个品牌在信息流投放视频广告, 如魅族微博信息流广告播放量在**24小时内**达到**2890万次**。微博计划在**2016年**推出视频广告, 而**Facebook、Instagram**在推出视频广告后, 收入均大幅增长, 视频广告有望成为**微博广告业务的增长点**。

微博广告与微信朋友圈广告都属于信息流广告，功能是创造用户需求、塑造品牌形象，而百度和淘宝更多是关键词搜索行为下需求满足型广告。综合来看信息流广告宣传效果强、转化率低，百度淘宝广告的宣传效果弱，转化率高。

表 5: 微博信息流广告、微信、百度、淘宝广告对比

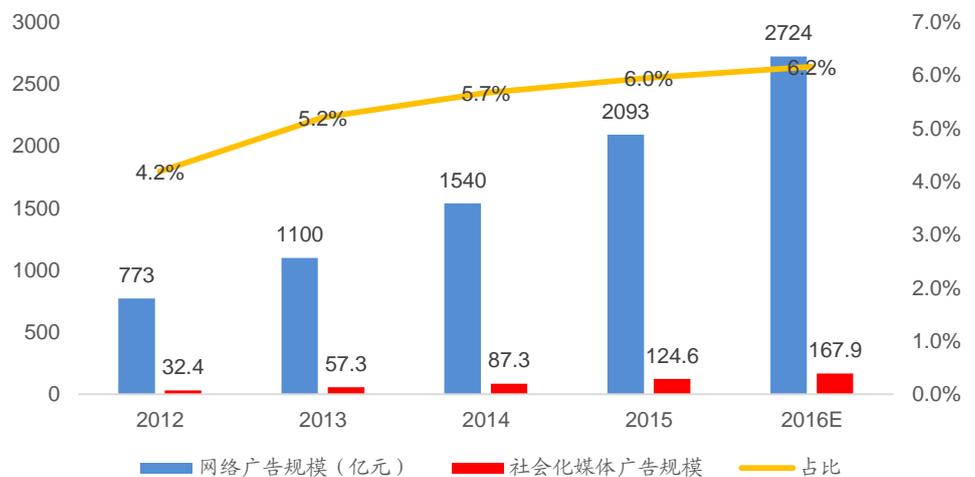
	形态	广告对象	传播方式	计费模式	转化率
微博信息流广告	需求创造型	用户	多维传播	按曝光次数付费	低
微信朋友圈广告	需求创造型	用户	点对点传播	按曝光次数付费	低
百度关键词	需求满足型	搜索	点对点传播	按效果付费	中
淘宝直通车	需求满足型	搜索	点对点传播	按效果付费	高

数据来源：微博、广发证券发展研究中心

微博与微信在广告方面也不完全是竞争关系，目前微博广告的最大问题在于投放企业数量不多，中国社交广告投放量占比非常低。微信朋友圈广告与微博广告一同培育社交广告市场，对整个社交广告市场蛋糕做大是有正面作用的。微博也能在热点营销、二次传播等方面与微信朋友圈广告形成差异性。

Forrester 2012年的研究预测，网络广告中的社交媒体广告仍将维持25%左右的增速，预计2016年社交媒体广告占比网络广告将达到7%，而Forrester最新数据显示15年美国社交媒体的广告投入占比整个网络投放已经达到10%。根据艾瑞咨询、易观智库的数据显示，我国2015年社交媒体广告占网络广告约6%，仍具备渗透率提升的空间。

图 14: 中国网络广告中社会化媒体的占比



数据来源：易观国际、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

**粉丝通**是针对中小渠道/自助接入的企业的信息流广告，根据用户标签精准投放，出现在用户信息流顶部或者靠近顶部的位置，带有推广标识。粉丝通是一个竞价广告产品，可选用两种方式计价，1.CPM方式：按照微博在用户信息流中曝光次数进行收费，底价为5元/千次曝光；2.CPE方式：按照微博在用户信息流中的有效互动(转发、点击、关注、收藏)计费，底价0.5元/每次互动。目前粉丝通应用推广的平均点击成本在0.5-0.9元左右。

**粉丝头条**是为用户将指定微博展现在其粉丝首页的微博列表第一条的服务。账号发布一条头条微博信息后，其粉丝在24小时内首次刷新微博时，该条微博会出现在其信息流的第一条，但只会出现一次。**粉丝头条购买的价格固定，与活跃粉丝数**

量、潜在粉丝数量和博文质量有关，此外2016年3月末微博在粉丝头条板块推出定向推广，根据10个垂直行业标签选择投放的潜在粉丝群，不同行业对应不同价格。

图 15: 信息流广告示例

图 16: 微博信息流九宫格应用推荐



数据来源: 微博、广发证券发展研究中心

图 17: 粉丝头条示例

图 18: 博文头条新增行业标签



数据来源: 微博、广发证券发展研究中心

表 6: 粉丝通与粉丝头条对比

	粉丝头条	粉丝通
适用企业	所有企业	通过中小渠道/自助接入的企业
投放范围	针对自身粉丝	基于全量用户精准投放
展示方式	热门标识	推广标识
计费方式	固定金额，根据粉丝、标签计算	CPM、CPE 实时竞价

数据来源：微博、广发证券发展研究中心

## (2) 展示类广告：开屏广告、微博橱窗等

展示类广告按展示位可分为橱窗展示与开屏两类，按终端可分为PC端与移动端两类，主要按照CPM方式售卖。开屏广告客户主要是大品牌，橱窗展示广告的客户包含大品牌与小品牌，淘宝橱窗展示主要面对电商客户。

开屏广告指的是打开微博客户端后展现的全屏广告。微博日活已达1.2亿，移动端占比高达85%，开屏广告触达效果是微博所有广告中最好的。如《星球大战：原力觉醒》上映前4天连续投放微博开屏广告，触达1亿多手机用户，首周票房达到3.5亿。

展示类广告在PC端的形式有：1) 微博顶部广告；2) 微博底部广告；3) 微博页面右侧栏广告：一般为电影、运动等应用类广告，以及付费话题、付费活动、淘宝橱窗等；4) “发现”频道、“游戏”频道广告栏。在移动端的广告位更为丰富，有“发现”频道主广告栏及各个垂直频道广告栏，每个用户的每个时间段都能成为一个独立的广告位。随着移动端使用率占比提高（16年3月移动端用户占比85%），微博移动端广告收入占比已达到65%。

图 19：淘宝橱窗示例

图 20：微博移动端开屏广告示例



数据来源：广发证券发展研究中心

## (3) 其他综合服务：包括企业VIP账户、付费话题、微任务、微博商城、粉丝

服务平台、微卡券、支付工具等。

在微博营销体系中，除了用来获取粉丝、提升品牌影响力的广告类产品之外，还包含一系列服务（粉丝服务平台）和一系列培育用户品牌认知的活动（微博活动、微卡券、微任务、微名片、文章、轻应用）。

表 7: 微博其他综合服务工具

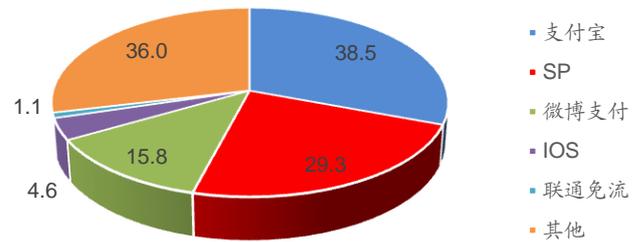
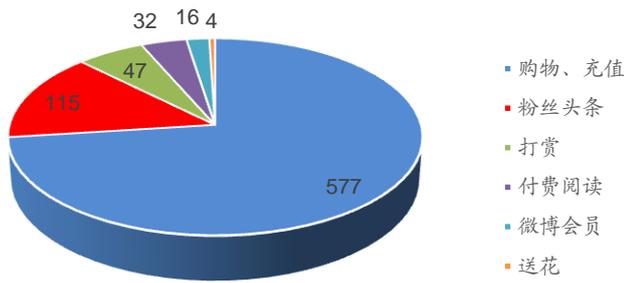
服务工具	主要功能
粉丝服务平台	微博认证用户（大 V 与企业蓝 V，按内容可分为企业账号、媒体账号、政府账号）管理粉丝，为粉丝提供内容和互动服务的平台，与微信公众号类似。粉丝服务平台共提供六大功能：1. 管理粉丝 2. 群发信息、实时回复 3. 关键词回复文章 4. 设置付费订阅与打赏 5. 数据统计 6. 开发模式，提供 API 接口。
微博活动	微博上的企业用户可以通过各式各样的活动来进行营销，活动形式有产品秒杀、转发抽奖、预购、换购产品、有奖征集。
微卡券	企业在微博上对用户发放优惠券，这些活动都能让企业低成本获取新用户，宣传效果显著。如农夫果园有奖征集活动共参与人数达 13 万人，活动期间 UV、PV 分别达 13 万、14 万，流量转化率高达 94.7%；褚橙推广活动粉丝优惠券使用率高达 22%，ROI 最高达 30: 1。
微任务	微博有偿信息发布交易平台，个人及企业用户可以通过微任务平台发布任务，选择与推广内容或目标受众匹配的微博大 V（社会公知、明星红人、草根大号、段子手等）将信息传递给需要触达的用户群体。如：天猫通过 60 个微博账号进行双十一活动宣传；手游（金币传说）通过漫画植入、精选自媒体实施传播扩散（单用户注册成本<15 元，CPM<4 元）；一舍女装通过微博红人推广引流，日均流量提升 61%，日销售额最高提升 50%。
微名片	通过各种渠道帮助线下客户关注线上微博账号的手段，通常会在企业线下传播物料上布局，如电视广告、报纸杂志、广告牌、礼品、名片、户外等，微名片也会在线上渠道呈现，如官方网站、活动专题、搜索引擎等。
支付及变现	微博会员每月 10 元，一次订购 3 月以上 9.5 元/月，15 年微博会员服务收入约 1760 万美元，其中通过支付宝、SP、微博支付的占比分别为 30.7%、23.4%、12.6%。用户使用微博支付的金额约 7.9 亿，其中购物充值、粉丝头条、打赏、付费阅读的金额分别为 5.8 亿、1.2 亿、4700 万、3200 万。

数据来源：微博、广发证券发展研究中心

基于以上产品，微博还为品牌客户推出社交媒体全覆盖解决方案“Bigday”，包含上述所有社交展示资源、精准人群数据包定制服务以及红包卡券等营销闭环工具，并通过微博热门话题运营、微博权威官方账号转发、社交自媒体 KOL 助阵等形式完成品牌重大事件的涟漪传播，让广告主在微博快速有效的创造品牌大事件。如洋码头以 600 万价格拍下黑色星期五“Bigday”方案，全天广告展示量达 5.5 亿，引导下载流量近百万，也推动洋码头当日 GMV 新增用户十倍增长。

图 21: 2015 年微博支付各类交易金额（百万）

图 22: 2015 年微博会员支付渠道金额（百万）



数据来源：微博、广发证券发展研究中心

## 四、新浪微博的脱颖而出和业务扩张之路

在前文我们将新浪微博的商业模式描述为：通过金字塔尖端的明星、达人、企业官微生产内容来吸引普通用户，根据用户的各项行为数据分配标签，利用标签来精准投放广告，最终实现流量和数据变现。而微博的发展可以分为两个阶段：第一个阶段是2010-2014年新浪微博在四大门户微博的竞争中脱颖而出，第二个阶段是新浪微博2014年一家独大之后的业务扩张之路。

### 4.1 新浪微博在四大门户竞争中胜出的原因

第一阶段新浪微博在四大门户微博竞争中胜利的三个要素：网络媒体基因、初期采用名人战略、注重产品与技术。与新浪相比，腾讯微博由QQ导入用户，解决了把用户吸引过来的问题，但无法形成有效内容吸引用户，搜狐与网易前期投入不够，后期难寻定位。

**要素1：**新浪做媒体出身，更侧重微博的媒体属性。用户可以单向关注，弱化社交，低成本将传统媒体生产的内容聚集到网站上，因此我们可以将新浪微博定义为70%媒体属性和30%社交属性的平台。

**要素2：**前期推广借助名人战略，基本覆盖了文体明星、企业高管、媒体人士，通过金字塔尖用户吸引了第一批普通用户。

**要素3：**注重产品与技术革新，微博能在社交媒体领域霸占六年龙头，与其产品设计、底层技术的革新分不开。

#### 4.1.1 产品

(1) 微博在模仿Twitter的基础上做了本土化改变。Twitter不支持读者查看评论，不支持带评论转发，而微博支持带评论转发，任何人都能查看任何微博的评论，满足了读者围观他人评论以及点评的需求；twitter推出时不能添加图片、音乐，这也导致了instagram、tumblr等竞争对手争夺了市场份额，而微博成立时就支持图片等多媒体。

(2) 基于用户体验开发新的广告产品，如信息流视频广告、开发直播功能，微

博在2016Q1加强了视频的体验和优化。当季微博的视频播放达到10.7亿次，同比增长489%，环比增长64%。微博也同时开始测试Wi-Fi下的视频自动播放和视频流，并将根据测试用户的反馈进一步优化视频体验。2016年这两个功能将正式上线，让微博成为国内短视频内容原创者的重要平台。微博与媒体和厂商进行合作，与OPPO合作直播新品发布会等。微博将在2016Q2向明星和实名认证用户开通视频直播功能，并推出打赏、付费观看等功能，增强平台的中介属性。

#### 4.1.2 技术

(1) 支持第三方网站及应用的嵌套，免费开放API（数据接口），从而获得了大量的新用户及用户信息。

(2) 可扩张的分布式储存技术，公司把数据分为几层，高效完成碎片化信息存储与读取，区域化信息中心的建立使得用户能快速浏览微博上的内容。

(3) 信息流算法提升。2015年下半年微博增加新的信息流以扩展微博的产品定位，例如热门微博是利用算法筛选优质内容，通过信息流的方式展现给用户，借此进入传统资讯服务的市场；2015Q4微博上线新的信息流算法，在原有时间序的基础上加入了兴趣和精密度因素，同时扩展用户刷新信息流的可读性和时效性；2016Q1，微博对超过半数的用户使用新信息流算法，在展示最新微博的基础上加入过去一段时间用户错过的高质量信息内容，提升用户的使用时间。

(4) 广告算法优化，采用SIG（social interest graph，社交兴趣图谱）推荐系统：根据用户地理位置、社交关系、用户兴趣及行为等数据精准投放广告，提升广告效果与广告效率。2016年微博将通过程序化购买提高自助投放广告的比例，提高微博广告的精准性、互动性。

## 4.2 新浪微博一家独大之后的三大下沉战略

2014年新浪微博脱颖而出之后实现上市，外界对微博的质疑主要集中在两点：一是活跃用户增速有可能如同Twitter一样遇到瓶颈并下降，二是商业化潜力不足，收入过多依靠阿里巴巴。而参考Facebook的发展之路，当综合性社交平台最终胜出之后，只要战略制定得当，用户达到一定量级之后就进入了快速变现的通道。微博2014年起进行战略转型，通过“领袖下沉、内容下沉、用户下沉”三大举措推动微博前行，化解质疑。

### 4.2.1 “领袖”下沉：从名人大V到自媒体红人，从名人效应到细分达人

平台的意见领袖从早期的名人大V发展到自媒体及垂直领域达人。后期微博在财经、视频、电商领域涌现出非常多网络红人、自媒体，微博重心不仅仅是用户金字塔结构中的头部大V，还包括细分领域的肩部达人。明星大V更多地满足的是用户围观的需求，与用户互动少，也很难承载用户的细分需求。而垂直领域自媒体更能满足用户兴趣、实用性的细分需求，与用户互动更多。2015年微博在10个领域的“头部作者”平均规模已超过5000人，如股票领域的微博大V规模超过6000人，同比增长70%，阅读量同比增长89%；日均个股股评量达到30万条。微博开放单条微博140字上限至2000字，也是在鼓励自媒体创作更有吸引力的内容。

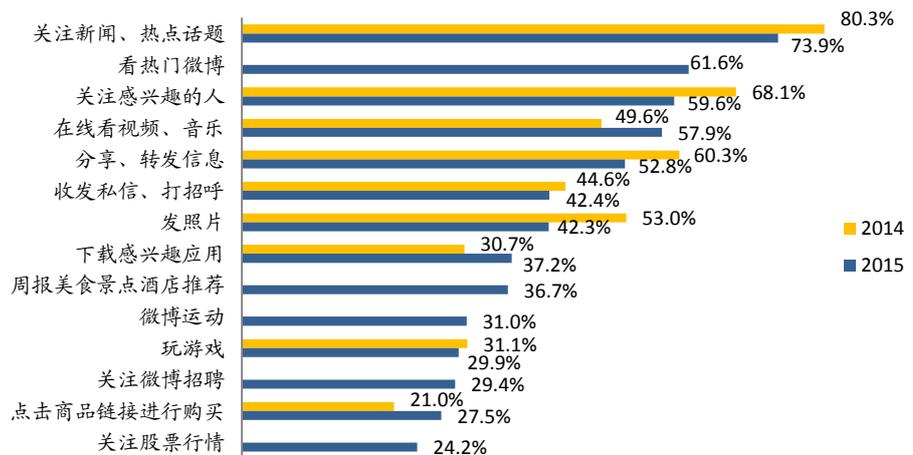
微博与自媒体作者的合作模式是：微博打通内容生产者与用户之间的信息交流与付费通道，自媒体通过粉丝获取收入，微博与作者分成。2015年自媒体作者获得“打赏”收入达到2.5亿。2015年四季度使用过头条文章的作者接近13万，文章互动量提

高了33%，2016年微博将推动头部用户和新的自媒体作者进入微博产生内容。

#### 4.2.2 内容下沉：从新闻媒体到垂直领域，从热点导向到兴趣导向

微博的大V时代，深刻的社会、时政类问题在微博上的范围较广，但热点具备随机性，可持续性较弱。微博自2014年开始，由资讯媒体与公众舆论平台，逐渐转型为覆盖诸多垂直领域的综合多功能社交媒体平台，CNNIC数据显示，与2014年相比，2015年微博“调查新增周边、招聘、股票、电商、运动”等垂直领域的功能使用率更高，微博逐步由新闻资讯平台逐步转变为综合性的信息平台，用户使用的频率也更高。

图23：2014-2015年微博使用功能



数据来源：CNNIC、广发证券发展研究中心

#### 4.2.3 用户下沉：从一二线城市到三四线城市，从发达地区到城乡地区

在美国、加拿大等成熟的互联网市场，每个地区发展相对平衡，各个地区互联网接入率、社交媒体渗透率相对相似。而中国区域发展不平衡，版图上由东至西经济水平逐渐降低；在行政结构上，单个区域按省-市-县-镇-村形成五个层级，因此对中国的互联网用户来说，地域分层是一个很重要的维度。如果一款平台型社交应用，其用户仅在一二线城市使用却无法下沉至三四线城市，那它的活跃用户数达不到保证垄断地位的程度，非常容易被新兴应用取代，如人人网（峰值MAU 5000万）、开心网（峰值MAU 3000万）的衰落，一大原因就是无法下沉至三四线城市，活跃用户数无法维持高速增长。

2009年末微博诞生时，推广策略是“明星+名人”策略，因此首批用户是社会精英及他们的粉丝，因此地域上来看北上广等一线城市与省会城市的用户渗透率较高。微博2012年一线城市用户渗透率高达70%，而三四线城市渗透率不到30%。14年MAU同比增加4700万，其中一二线城市活跃用户增速在10%左右，其余均来自三四线城市和农村。

我们认为，微博用户下沉战略得以成功的原因主要有以下几点：

##### （1）腾讯战略给微博创造空间：微信的崛起间接导致腾讯微博的退出

2013年腾讯开始运营微信，短时间内在一线城市迅速流行，微博活跃度下降，2014年腾讯专注微信，撤销腾讯微博业务部，退出微博领域竞争，微博因此得到了

抢占用户份额的宝贵机会。

### (2) 台网联动策略：抓住三四线城市用户眼球

三四线城市的电视用户规模远高于社交应用，可以带来大量内容与流量，微博通过台网联动的方式打通电视屏与手机屏，例如与央视春晚借助“微博+红包”的联动、与一系列爆红综艺节目《中国好声音》《奔跑吧，兄弟》的合作、与热播电视剧、与世界杯等节目的合作，这些深度合作无一不在微博掀起讨论、分享高潮。目前已经有超过200个综艺节目和热播电视剧与微博合作，台网话题阅读数更是高达4953亿、讨论量逾5.3亿。

### (3) 中低端手机预装微博：搭乘移动互联网浪潮

微博与新兴智能手机厂商均有良好的合作，小米、乐视、华为等厂商均为开机广告客户，随着小米、魅族、华为、OPPO等新兴手机品牌在三四线城市的畅销，通过手机预装微博客户端，微博实现了对该部分用户的渗透。

### (4) 垂直领域内容吸引

三四线城市里用户没有渠道获取专业信息和资源，微博通过提供接地气的垂直领域专业内容，如美食、娱乐、美妆、电商等，满足低线城市用户对兴趣内容的需求，而粉丝的聚集给内容生产商带来更多商业变现机会，进一步增加了微博内容产出的质量与数量，反过来又吸引了更多用户。

MAU方面，一二线城市占比约50%-60%，考虑到一二线城市与三四线城市的人口占比及互联网普及程度，我们认为，接下来几年内微博MAU的增长还将持续，并主要来自三四线城市用户的贡献。

## 五、扶持垂直领域的内容生产提升用户粘性

2013年以来，微博的大数据先后为娱乐、影视、新闻等多个领域提供了支持，微博垂直领域的运营给用户提供了更专业的内容服务。下图展示了不同话题参与者、不同应用使用者的标签排序，垂直领域内容的扶持有利于赋予用户更精准的标签，使得广告投放价值更高。

表 8：不同话题参与用户的标签占比及排名

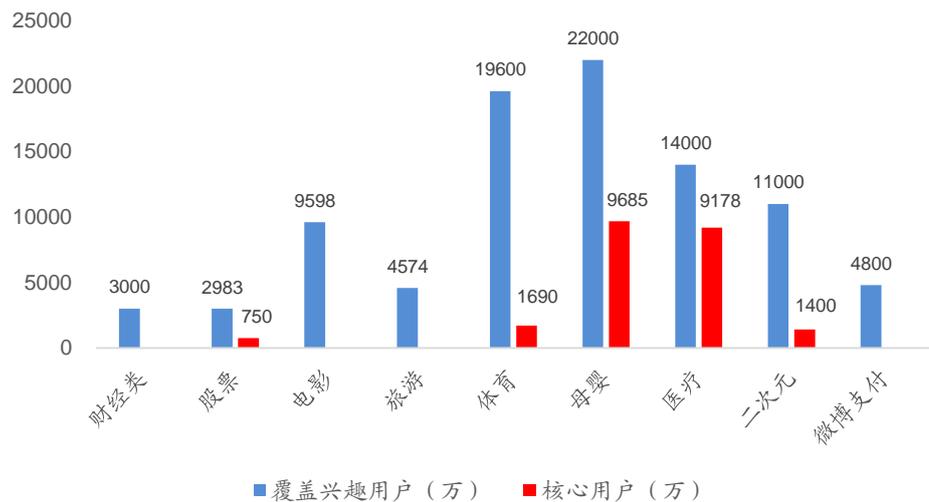
排序	西游记之大圣归来话题 参用户		体育话题参与用户				影音类应用 分享用户	拍照类应用 分享用户	社交类应用 分享用户
			男性		女性				
	标签	占比	标签	占比	标签	占比			
1	动漫	31.0%	媒体	12.3%	媒体	14.1%	影视	影视	影视
2	影视	15.6%	影视	8.0%	财经	9.4%	搞笑	搞笑	搞笑
3	搞笑	13.8%	财经	6.7%	影视	7.2%	音乐	音乐	音乐
4	音乐	4.7%	互联网	5.5%	购物	5.8%	媒体	媒体	媒体
5	文学	4.1%	搞笑	5.3%	文学	5.4%	文学	文学	文学
6	游戏	3.2%	音乐	5.0%	音乐	5.4%	互联网	购物	互联网
7	设计	3.2%					购物	美女	购物
8	媒体	3.1%					美女	互联网	美女
9	美容	2.2%					时尚	时尚	时尚

10	体育	2.2%					动漫	美容	动漫
----	----	------	--	--	--	--	----	----	----

数据来源：微博、广发证券发展研究中心

微博数据给出了财经、股票、电影、旅游、体育、母婴等垂直领域下的覆盖兴趣用户（参与过相关内容的关注或转发）和核心用户（有签到或多次互动行为）。微博通过多领域的拓展，使用户可以获取更丰富的信息，用户粘性不断增强。分析财经、电影、电视视频、电商这几个垂直领域的微博运营可以发现，微博能够帮助企业、达人、明星实现“话题营销、用户获取、粉丝互动、变现”的闭环。

图24：不同垂直领域下的覆盖用户及核心用户



数据来源：微博、广发证券发展研究中心

表9：垂直领域内容具备强大的扩张性，部分领域博文平均阅读次数达上万次

	博文数 (万)	博文阅读次数 (亿)	博文平均阅读次数	官方账号 (万)
财经类	11900	1071	900	12.4
电影	13	50	38462	3.0
时尚美妆	1232	1000	8117	4.0
科技				23.7
体育	81300	833	102	
医疗				3.0

数据来源：微博、广发证券发展研究中心

### 5.1 财经及股票领域

随着微博用户的不断增长及消费能力的提升，他们对财经的领域的关注也在不断加大，截止2015年上半年，财经类的官方账号有12.6万个，财经账号订阅用户2.02亿人次，相关主题讨论用户数2752万，财经相关的博文1.19亿条，总共被阅读1071亿次，单个博文平均被阅读900次。

财经类的内容产生账号主要分为四类：企业、运营平台、监管层、媒体。

(1) 企业包含企业官微（例如天弘基金）、以企业产品命名的产品官方账号、财经企业的高管代表（如分析师、交易员、理财师代表）。

- (2) 运营平台包括深交所、上交所、各类大宗商品交易所。
- (3) 监管层包括证监会、保监会及相关管理部门。
- (4) 媒体包括上海证券报、证券时报、财经杂志及相关网站媒体等。

财经领域各类权威机构均已入驻微博，形成了信息推送到舆情反馈的完整链条，信息推送内容包含了政策、行业信息、市场动态、理财计划、行情分析、投资建议。通过舆情反馈达到用户转化、用户反馈、品牌推广的作用。

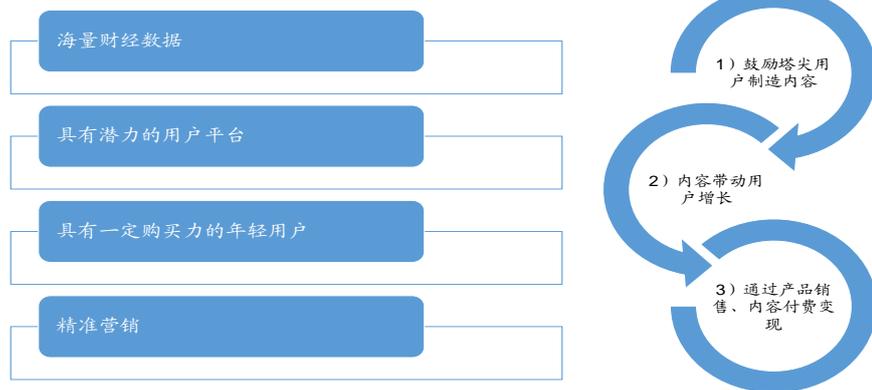
图25: 财经领域的微博传播路径



数据来源: 微博、广发证券发展研究中心

图26: 微博股票频道优势及转化路径

微博股票频道优势



数据来源: 微博、广发证券发展研究中心

财经领域的电商变现路径为: (1) 鼓励塔尖用户及机构发布内容; (2) 通过优质内容带动用户增长; (3) 最终通过产品销售、内容付费变现。

(1) 内容生产账号稳定增长: 财经内容探讨的用户结构也形成金字塔状, 认证用户、达人用户、普通用户的占比分别为2.0%、4.6%、93.4%, 财经类认证账号保持稳定增长, 2015年认证账号数达到12.4万。每天产生的个股原创股评达到30万条, 每月阅读量超过100万次的股评师规模超过了1000人。

(2) 股票页面PV、UV环比高速增长: 2015Q4 PV达到1900万, UV达到680

万，股票频道日活超50万，覆盖财经兴趣用户超过3000万，股票用户数2863万。

**(3) 通过产品销售、内容付费变现：**2015年财经股评师付费订阅及打赏接近1亿人民币。长微博是行业专家分享思想和观点的重要渠道，网民打赏人次占比92.6%，金额占比53.1%，通过微博平台购买理财师计划的成交人次占比4.7%，但交易额达到43.1%。数据显示：高质量的推送信息为每位股票相关作者带来的平均收益超过15万。

图 27：参与财经内容探讨的用户结构

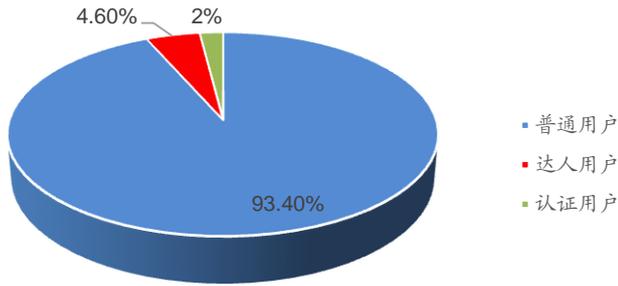
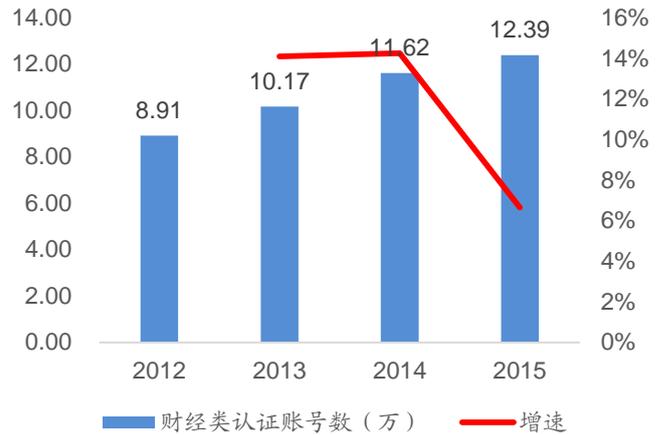


图 28：财经类认证账号数持续增长



数据来源：微博、广发证券发展研究中心

图 29：优质内容带动用户 PV、UV 快速增长

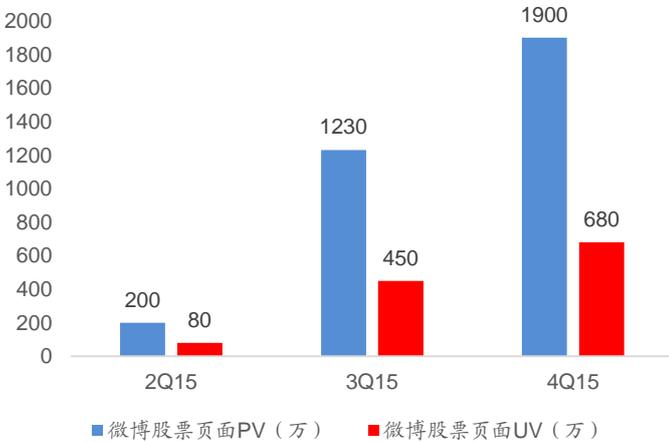
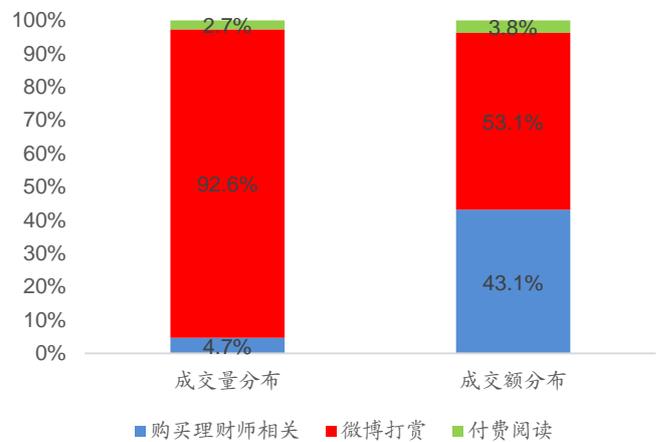


图 30：财经类付费按成交量和成交额分布



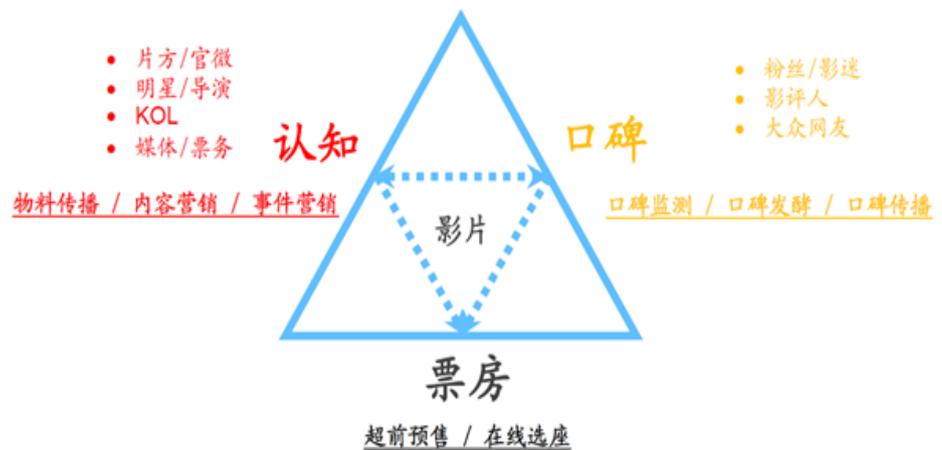
数据来源：微博、广发证券发展研究中心

## 5.2 电影映前、映中、映后的微博营销

微博在电影领域提供开放式营销平台，依托庞大的用户规模，在电影行业机构、电影从业者与普通观众之间，构建起相互连通的社交生态。

微博电影兴趣用户从2014年的8100万增长为2015年的9598万，同比增长18.5%，2015年电影话题数量2.1万个，电影话题讨论人数达1.2亿，讨论次数达4.1亿次，电影话题阅读达2975亿次。2015电影官方微博账号发布博文13万篇，评论645万次，转发2312万次，点赞2519万次，阅读次数高达50亿次。

图31: 微博电影营销全链条生态



数据来源: 微博、广发证券发展研究中心

影片营销通常以话题为核心据点, 结合官微串联在关键节点投放硬广, 使得微博可以在电影营销过程中全方位参与支持。映前可以通过微博电影官方账号与3万余个电影认证账号进行大范围宣传; 映中通过微博电影与微博支付超前预售, 在线订票; 电影映后, 通过粉丝交叉传播、影评人撰文传播形成口碑发酵。

(1) 映前: 物料发布, 明星大号矩阵转发物料, 在微博快速掀起高潮, 随即蔓延全网。事件炒作, 通过明星娱乐新闻或社会事件借势营销, 产生关联认知。路演地推, 线下活动反哺线上口碑, 为口碑发酵提供第一手素材。如《港囧》在路演期间, 通过二维码积攒首批影评, 短时间热度升高, 迅速攀上微博电影榜。

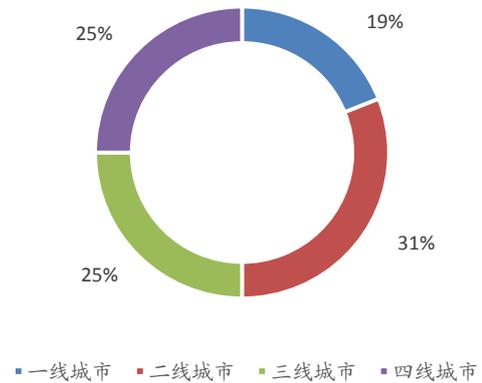
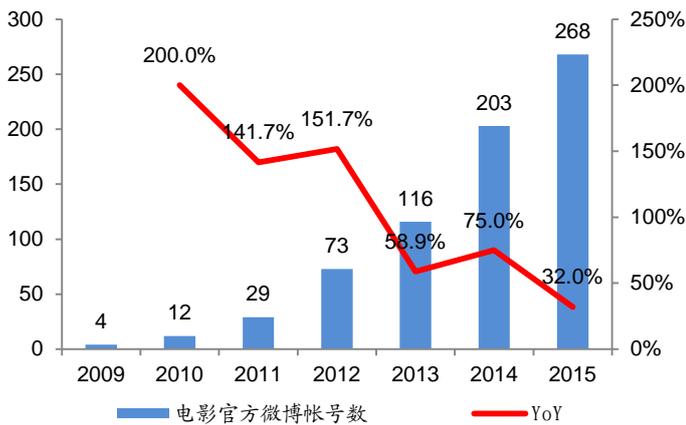
(2) 映中: 微博电影预售, 打开宣传空间。如《小时代4: 灵魂尽头》1小时预售票房破480万。在线订票, 客户端直接完成订票选座、支付环节, 方便快捷。

(3) 映后: 票房表现, 票房成绩通过贺图病毒传播, 对潜在用户进行刺激。映后物料针对影片内容深度解析, 影响潜在观影群体。微博全程营销行为及用户参与数据计入微博电影榜, 增强影片认知。如《夏洛特烦恼》上映后, 发布粤语插曲及恶搞短片, 为已经看过点映的观众提供素材, 引发二次传播。

2015年全年票房过亿影片数量75部, 其中63部参与微博合作, 新浪娱乐&微博合作影片票房在全年票房中占比达到82%, 新浪娱乐&微博合作电影中票房过亿影片占比达到60%。

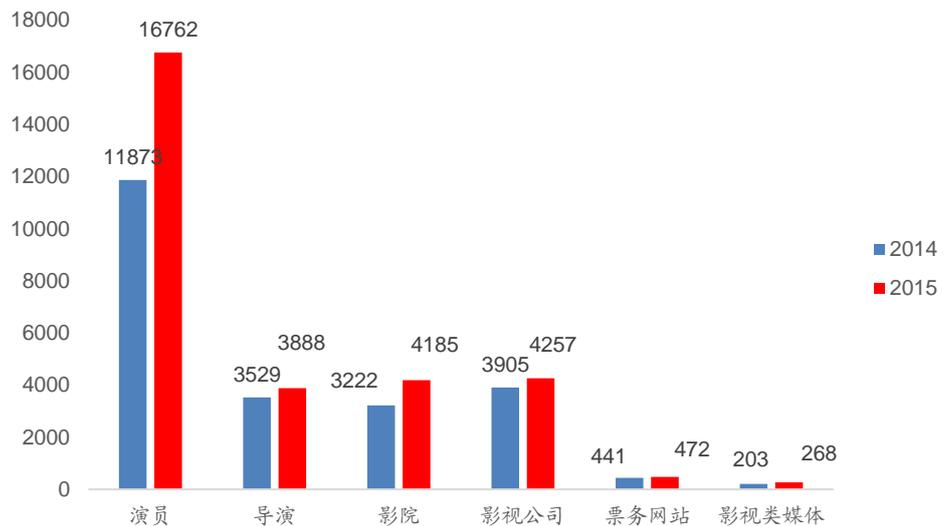
图 32: 近七年上映电影开通官方微博账号年增长量

图 33: 2015 年微博电影消费群体



数据来源: 微博、广发证券发展研究中心

图 34: 微博电影认证账号个数持续增长

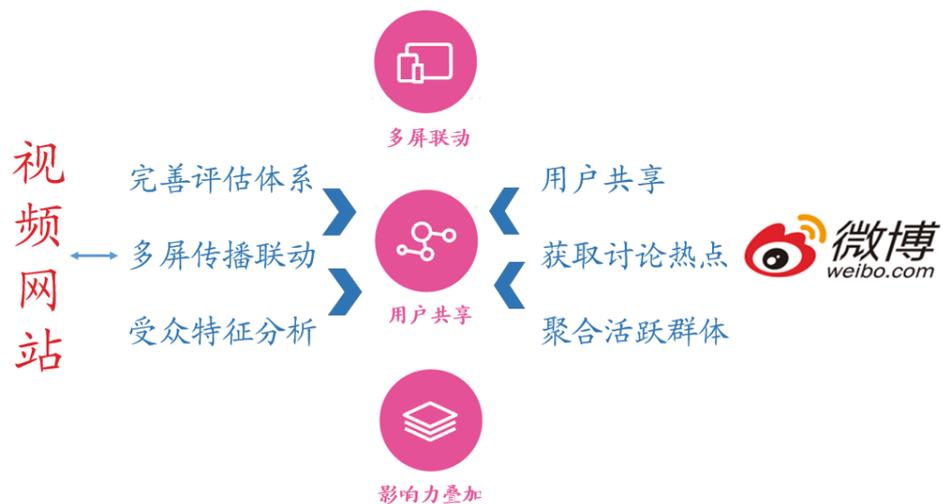


数据来源: 微博、广发证券发展研究中心

### 5.3 微博与电视、视频的结合

通过视频网站与微博融合的双网联动模式，电视节目与短视频可以迅速在微博引起热议。2015 年微博互动方面增长最快的部分来自于与电视节目的互动，比如《爸爸去哪儿》等综艺节目，微博讨论上既有明星的参与，也有粉丝的参与，提高了节目的参与度、活跃度。

图35: 视频网站与微博相融合的双网联动模式



数据来源: 微博、广发证券发展研究中心

微博作为社会化营销平台, 全面覆盖视频行业产业链各环节, 全面支撑播放平台和内容制作公司各方需求, 为优质节目提供边看边聊的微博互动场景, 对于内生的网络自制节目, 微博完整支持节目的播前、播中, 播后发酵传播, 直接提升各大视频网站播放流量。

2015年微博视频台全面覆盖12家播放平台, 全年合作节目313档, 覆盖108部网剧、89档网综、76档海外剧、40档动漫。15年视频热议话题超过1000个, 阅读次数302亿, 讨论量4800万, 搜索次数高达1323万。

#### 微博通过三个“联合”创新合作模式:

- (1) 联合自制: 微博参与制作, 通过直播等方式直接影响节目进程。
- (2) 联合出品: 微博以资源资金的形式注入合作, 通过商业售卖协议分成。
- (3) 联合售卖: 微博与合作方共享商业权益, 联合营销拓展更为广阔的商业空间, 为广告客户提供全媒体覆盖式营销方案。

短视频方面, 因其时长在10分钟以内, 流量消耗适中、方便观看、传播力强, 2016年将快速增长。16年初微博上最火的短视频原创作者Papi酱, 在短短半年时间通过40多条原创视频快速吸粉800万。形式上papi酱的短视频通常在3-5分钟左右, 并在优酷、爱奇艺、腾讯视频、A站、B站、秒拍等分发平台覆盖。截至16年5月, Papi酱微博六十余条视频总播放量是2.6亿次, 堪比一家电视台。16年3月罗辑思维、真格基金等四家机构对Papi酱投资1200万, 估值1亿元, 随后首次贴片广告权以2200万广告费被丽人丽妆拿下。

15年11月微博1亿美元投资一下科技(旗下拥有秒拍、小咖秀两款视频APP, 估值超过10亿美元), 联合两款视频APP布局短视频领域。微博与秒拍共同启动优秀短视频内容创作者计划, 出资1亿美元创建一支专注移动视频投资基金, 通过流量倾斜、品牌共建和广告分成支持优秀短视频创作者的发展。

### 5.4 电商领域的作用不断加强

微博在电商领域发挥的空间主要分“微博营销、社交电商”两块。

#### 5.4.1 电商的微博营销

微博给品牌商提供完整营销体系，包括“品牌塑造，新品传播，潜在客户挖掘，微博销售，客户维护”五大块。目前微博平台的活跃B2C电商网站官方账号超过1600个，涵盖电商平台（淘宝、京东、唯品会、聚美），手机（小米、乐视、华为、锤子、苏宁等），快消，汽车，食品，美妆等各大领域。

2015年官微微博总数达7.6万条，阅读总量达16.1亿次，被转发421.5万次，被点赞总量达199.3万个，评论数为134.2万条。

图 36: B2C 卖家分类

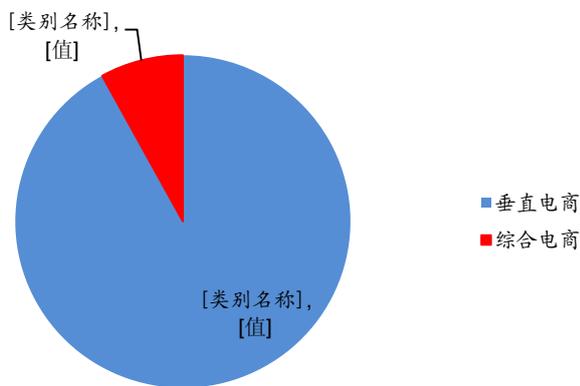
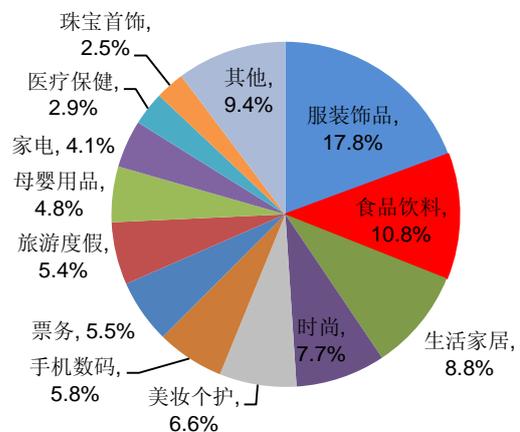


图 37: 垂直电商中不同品类卖家分布

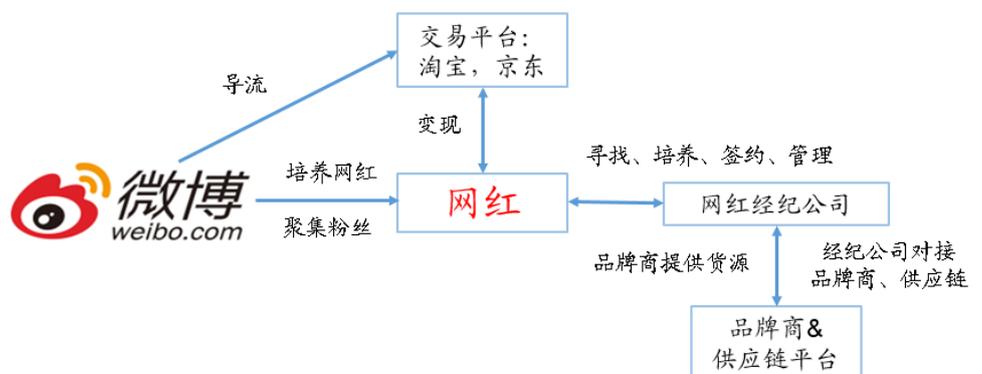


数据来源：微博、广发证券发展研究中心

#### 5.4.2 社交电商

2015年以微博为首的平台上涌现了大批网络红人，她们在微博上通过持续生产优质内容积累粉丝、引导粉丝转化，并通过开淘宝店变现。她们的粉丝以百万计，淘宝网店年收入以千万计。

图 38: 微博网红经济产业链



数据来源：广发证券发展研究中心

表 10: 2015 年淘宝女装 C 店销售额排名

排名	店铺名	网红	网红微博名	粉丝数 (万)
2	吾欢喜的衣橱	张大奕	张大奕 eve	430
4	cc studios 家皮草	CC	卖皮草的 CC	17
6	大喜自制独立复古女装	赵大喜	小刘小粒赵大喜	37
7	于 momo 潮流女装	于梦姣	梦姣--于 MOMO	47
	钱夫人	雪梨	雪梨 Cherie	169

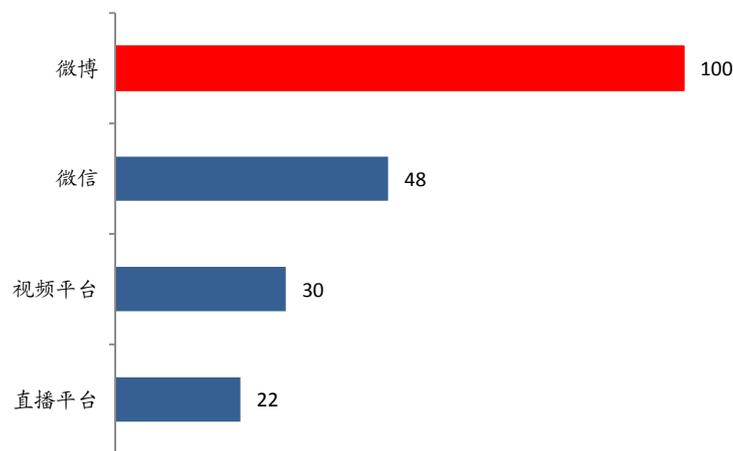
数据来源: 淘宝、微博、广发证券发展研究中心

网红在微博上火爆的一大原因是用户呈年轻化态势, 2015年的活跃用户中 17-23岁占比40%, 24-33岁占39%, 而这些年轻人中, 有一大批是网红女装的潜在客户, 他们愿意买个性化商品, 愿意与网红互动: (1).学生党, 朋友圈广泛, 交友属性强, 追求时尚, 对网红的服饰搭配充满艳羡; (2).白领, 消费能力强, 对时尚敏感。

本质上网红也是通过内容带动销售, 网红首先在社交媒体上通过发布一些生活方式类与时尚相关类内容聚集粉丝, 并穿插个人生活营造信任感, 然后发布商品类微博用以转化, 进行买家互动、新品上新等行为。网红发布商品类微博, 对用户来说消费的是一种生活方式, 而不是单纯的硬广告。

**对网红而言微博是一个天然的营销平台:** 1) 微博月活2.6亿, 粉丝基础广; 2) 微博各种营销工具 (粉丝通、粉丝头条等), 比淘宝竞价搜索成本更低; 3) 微博交叉式扩散传播特点, 可以使得一条营销微博能够跨越传统社交关系快速传播。以新榜Top100网红为例, 一个网红平均运营2个平台, 微博是前一百名网红的必备, 其中48个同时使用微信公众号, 使用视频平台的30位, 常用直播的22位。

图39: 新榜TOP100网红运营平台



数据来源: 微博、广发证券发展研究中心

微博已经开始有意识地对网红业态做规范化的管理, 微博对合作网红的扶持将在2016年全部启动, 核心内容包括:

(1) 扶持起更多头部的网红经纪公司, 网红经纪公司有两类, 一类是规模非常

大的网红，如化妆品领域的张沫凡，15年交易额在1亿以上。大的网红本身就是一个经纪公司，有扶持腰部网红和底部网红的的能力。还有一类是大的经纪公司，比如说如涵电商。

(2) 上线红人淘频道，上线红人淘APP，与微卖APP合作。红人淘是微博旗下红人导购社区，与淘宝合作，其核心是网红经济，淘宝输出庞大商品库，微博网红输入优质内容，基于兴趣给用户推荐商品，创建购物社区分享平台。而微卖是B2C2C的商业平台，网红从淘宝等供应商处获得商品，再通过自己的社交能力把商品卖给小C端客户。微卖是达人通过电商变现的工具，微卖2015Q4日均交易额1000万元，日均活跃人数280万。

(3) 对合作网红给予流量扶持，帮助其快速、精准获取粉丝。

微博目前无论是在流量上还是在合作的APP上均不收取佣金，将来有望以平台流量掌控者的身份获取盈利。

## 六、估值探讨与盈利预测

根据平台的功能、属性以及变现模式来看，微博作为一个以广告为主要变现模式的社交资讯&兴趣平台而言，全球范围内来看，同类可比公司有Facebook、Twitter、Instagram、Snapchat、Whatsapp、Pinterest等、国内的有腾讯（QQ空间、微信）、百度贴吧等。

从用户、产品、盈利模式来看微博更接近Facebook，因此我们将微博对标Facebook采用“用户估值和PE估值”两种方法来探讨公司未来的市值空间。

表 11: 各社交平台月活跃用户及主要广告产品

区域	社交平台	月活跃用户 (亿)	广告产品
国内	微博	2.61	信息流广告、展示广告
	微信	6.97	朋友圈广告、广点通
	QQ 空间	6.4	QQ 空间信息流广告
	百度贴吧	3	信息流广告、侧面广告
国外	Facebook	15.9	信息流广告、展示广告、视频广告
	Twitter	3.19	信息流广告
	Instagram	4	原生视频广告
	Snapchat	1	新型原生广告如视频广告等
	Pinterest	1	原生图片广告

数据来源：公司财报、statista、广发证券发展研究中心（微博月活为2016Q1数据，其余为2015年末）

### 6.1 用户估值法

大部分社交平台盈利时间短还未盈利，且现金流与利润的波动较大。从社交网络平台的商业“聚集用户并通过广告变现”来看，活跃用户是其最核心的资产，因此ARPU（用户估值法）是较为合适的估值方法。

#### 6.1.1 微博活跃用户数将持续增长

微博在最近三年内保持了超过30%的月活增速，我们预计16-18年微博MAU分别为3.07亿（+30%）、3.68亿（+20%）、4.23亿（+15%），相当于每年净增月活

6000万左右

2015年Facebook在北美的MAU渗透率达68%，Twitter在北美MAU渗透率为33%，而微博MAU渗透率为34%，我们预计微博MAU渗透率在2018年大约能到50%。（2015年微博网民MAU渗透率34%），仍具备较强的用户红利。

我们之所以对微博活跃用户的增长抱有信心，是因为（1）微博是社交媒体龙头，且已经初步建立了用户壁垒，同类竞争对手无法逆袭。（2）从网民人口数来看，根据CNNIC的统计，2015年我国网民达6.88亿，并将保持低速增长；从互联网普及率看，我国普及率仅仅达50%，与北美地区80%以上相比，网民渗透率还在提升。（3）微博用户从一二线城市到三四线城市下沉的逻辑在未来几年依然成立，微博将在未来几年大量吸引低线城市用户。（4）微博平台化，开放各大垂直领域，大量内容持续吸引用户。

图 40: 2005-2015 年中国网民人数

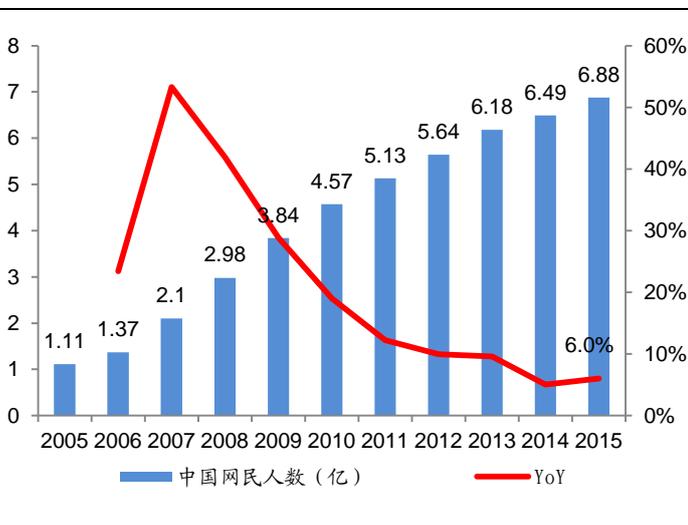
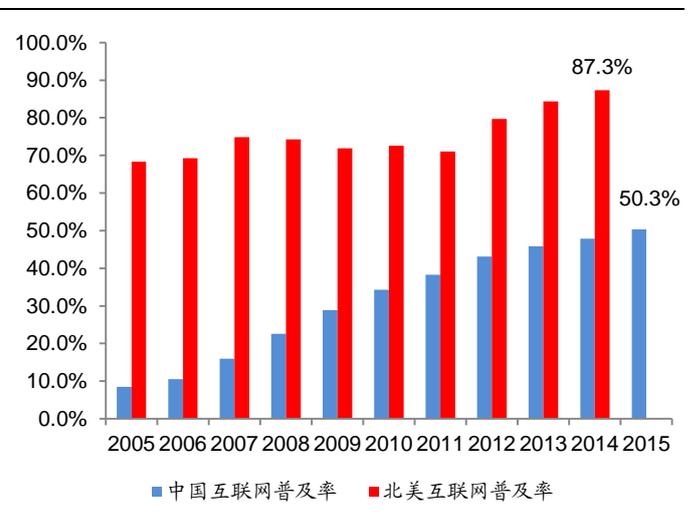


图 41: 中国与北美互联网普及率



数据来源: CNNIC、World Bank、广发证券行业发展研究中心

图 42: 微博月活与增速估计 2016-2018

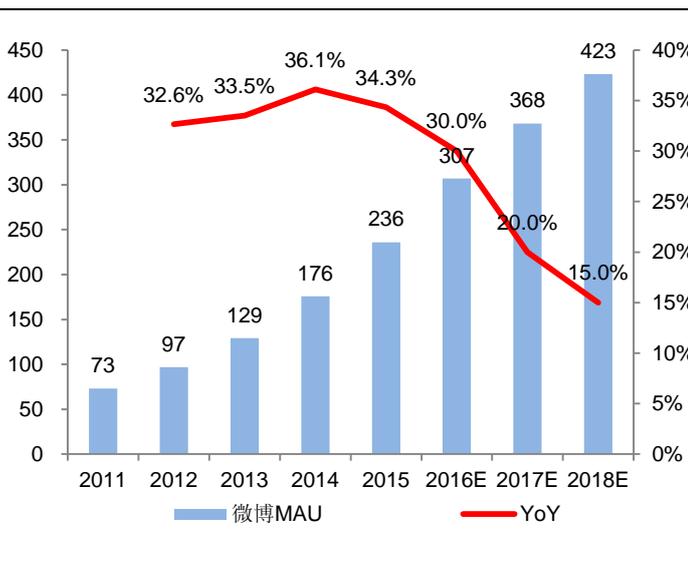
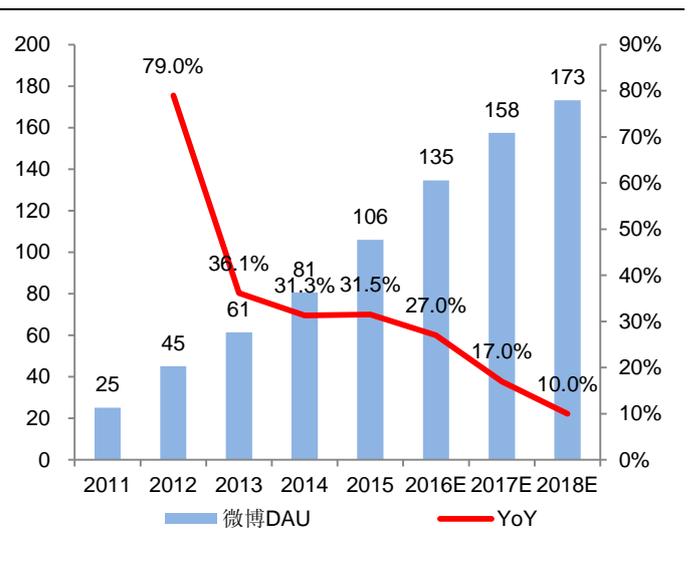


图 43: 微博日活与增速估计 2016-2018



数据来源: 公司财报、广发证券行业发展研究中心

### 6.1.2 微博平均每活跃用户年收入将提高

社交平台平均每活跃用户年收入与以下几大因素有关：用户规模、用户活跃度、社交平台商业模式、用户所在地区等。

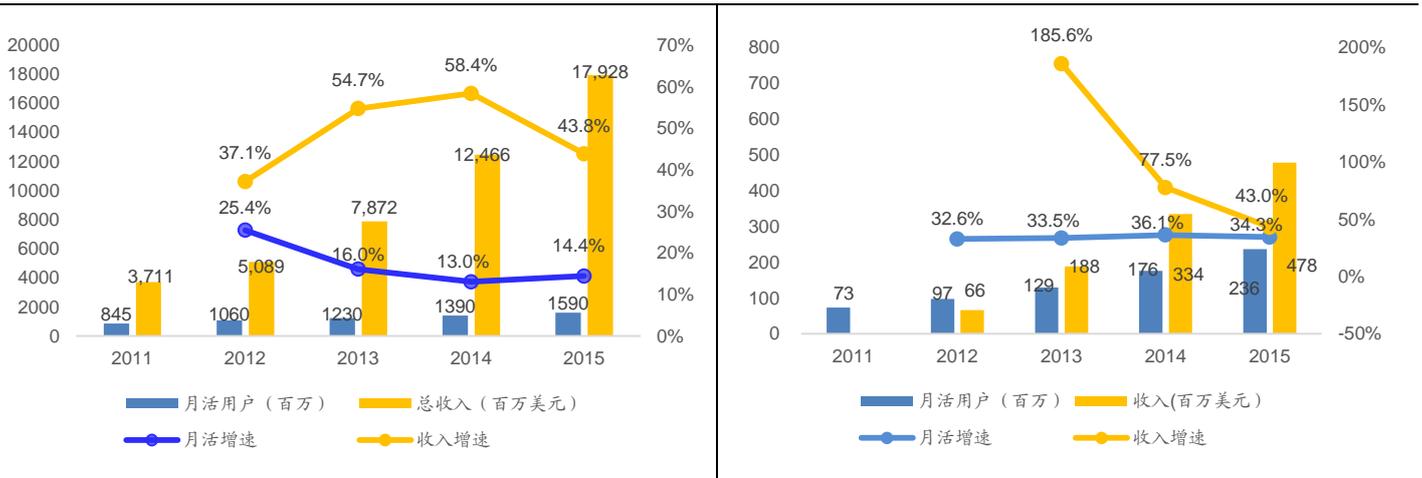
2015年微博平均月活年收入贡献为2美元/人/年，综合几大因素分析，我们预计微博16-18年的ARPU可达到2.1、2.3、2.7美元/人/年。

**(1) 用户到一定量级后，收入增速将远快于月活增速**

由于社交平台的网络效应，活跃用户数到达一定量级之后，用户的增长将带来收入的指数型增加。从Facebook与微博的收入、活跃用户增速可以发现，两家公司的收入增速远高于月活的增速。

图 44：11 年-15 年 Facebook 月活及收入增速

图 45：11-15 年微博月活及收入增速



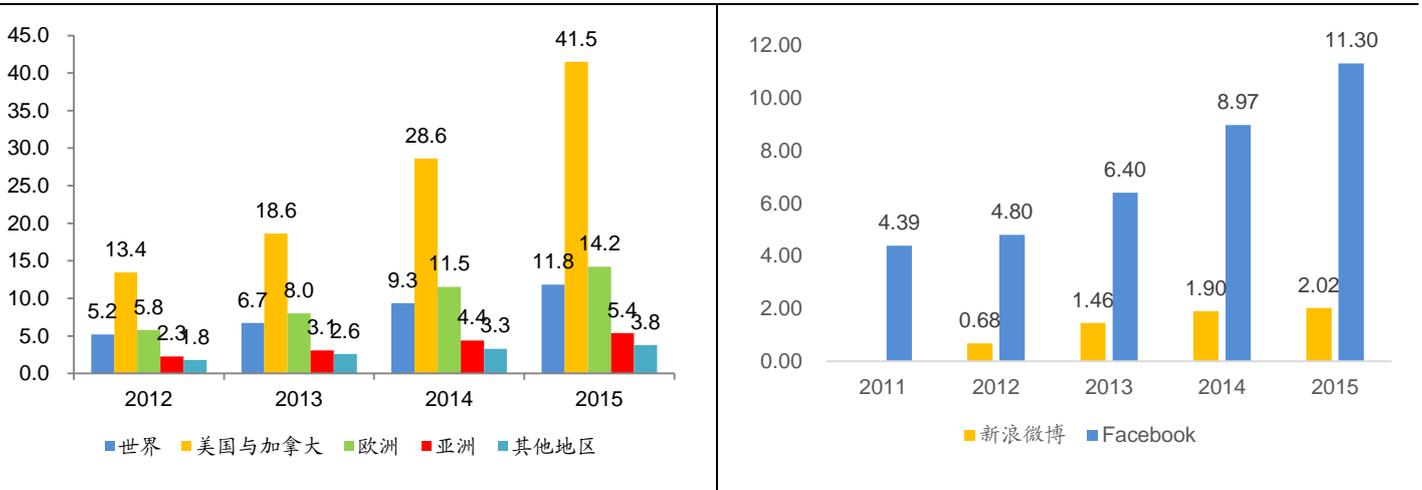
数据来源：公司财报、广发证券行业发展研究中心

**(2) 不同区域的用户收入贡献能力不同**

以Facebook为例，2015年Facebook分区域收入差距非常大，2015年北美地区ARPU达到41.5美元，亚洲地区为5.4美元，其他地区为3.8美元。微博15年ARPU为2.02美元，与12年Facebook亚洲区2.3美元相当。

图 46：11-15 年 Facebook 分区域平均月活年收入贡献 (美元/人/年)

图 47：新浪微博 2015 年平均月活收入贡献 (2.02 美元) 与 2012 年 Facebook 亚洲区 (2.30 美元) 相当



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

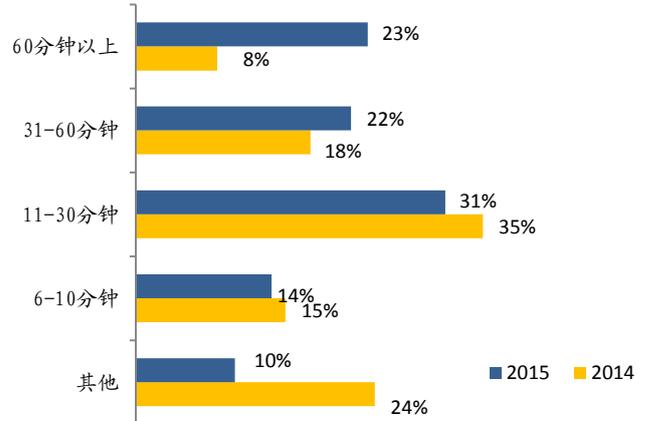
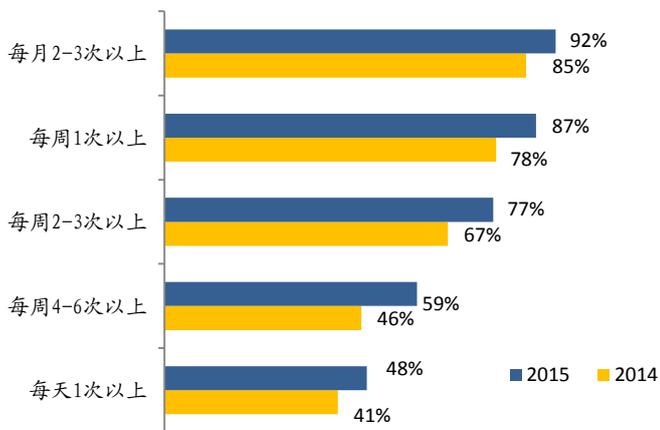
**(3) 用户使用频率与使用时长增加提高单个用户收入**

根据CNNIC的统计，2015年微博用户使用频率有不同幅度的提高。每天使用微博1次以上用户占比从2014年的41%提高到48%，每周使用4-6次以上的用户占比从2014年的46%提升至59%；每日使用微博时长有明显提升，特别是每日使用60分钟以上人群，从2014年的8%提升至23%。

微博价值的本质来自于用户使用微博的时间，微博用户使用频率和时长增加，企业在微博的营销效果也更好，也就更愿意在在微博上投放广告。伴随着移动化、娱乐化、视频化，微博的用户粘性和移动广告收入大幅提升（这些特点和趋势在facebook上都有印证）。2015年Facebook的DAM/MAU为65.2%，移动广告收入占比77%，而微博分别为44.9%和63%，仍然有很大的提升空间。

图 48：2015 年微博用户使用频率

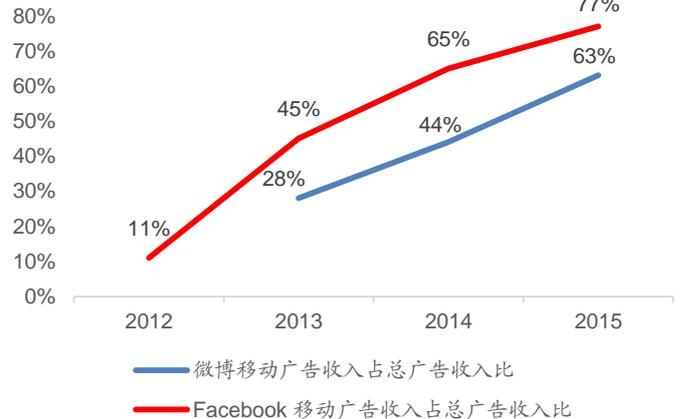
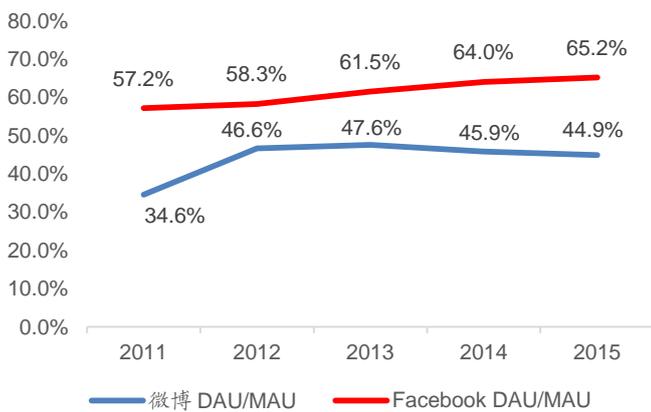
图 49：2015 年微博用户每天使用微博时长



数据来源：CNNIC，广发证券发展研究中心

图 50：微博与 FB 的 DAU/MAU（用户粘性）

图 51：微博与 FB 的移动收入占比

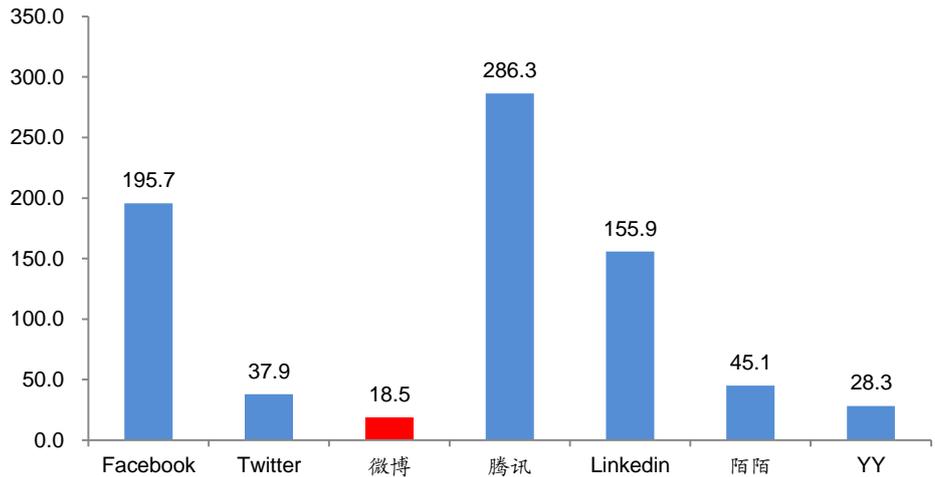


数据来源：Facebook、微博、广发证券发展研究中心

### 6.1.3 微博单个用户估值将不断提高

估值受各方面因素影响，用户规模、商业模式等，Facebook市值能达到3300亿，原因是Facebook以社交+科技公司的身份来估值，且用户规模达15亿；腾讯每用户估值非常高，是因为腾讯生态中包含QQ、微信、QQ空间、游戏、支付等一系列产品，而商业模式中游戏收入占比超过50%；Twitter每用户估值37.9美元，而Twitter活跃用户规模已达瓶颈。对标Facebook，综合考虑微博用户人群、MAU的增速、商业模式、每用户收入等因素，假设2018年MAU 4.22亿，2018年每活跃用户估值25美元/人，对应市值中枢106亿美元。

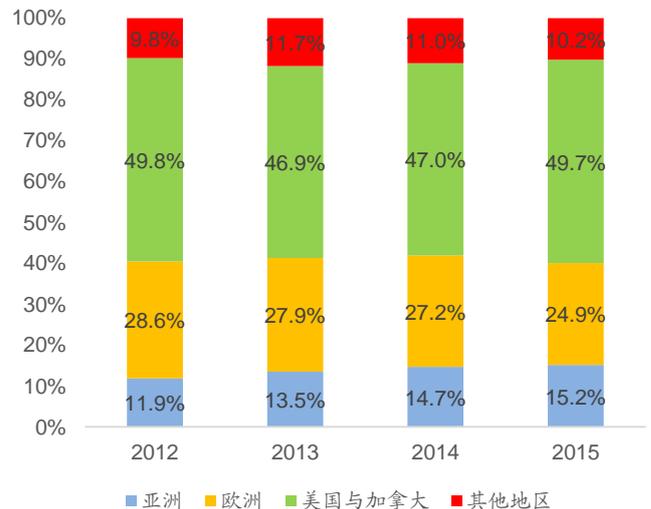
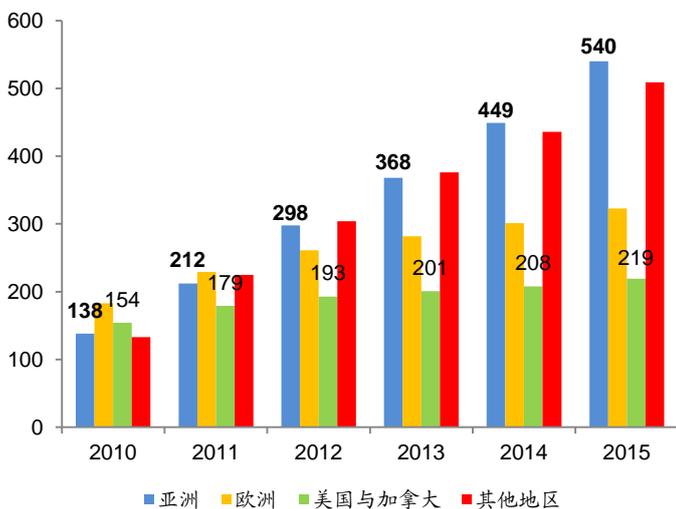
图52: 主流上市社交公司每活跃用户估值(美元/人)



数据来源: CNNIC、公司年报、广发证券发展研究中心

图 53: 2010-2015 年 Facebook 分区域 MAU (百万)

图 54: 2015 年 Facebook 收入分区域占比



数据来源: 公司财报(均为年末数据)、广发证券发展研究中心

2012年Facebook上市时，其亚洲区MAU约3亿(五年CAGR约31.4%)，ARPU 2.3美元，与微博2015年的2.6亿MAU及2.0美元ARPU情况较为接近。2012-2013年Facebook的市值在1000亿美元中枢，2012年亚洲区收入占比为11.9%，按照收入占比估算2012年FB亚洲区的市值约为110亿美元，而当前微博估值为52亿美元(对应12年FB亚洲区估值的47.2%)。

2014年Facebook市值在3300亿美元左右，亚洲区估值375亿美元，考虑到我们给予微博18年的MAU增速及平均月活贡献年收入略低于2014年FB亚洲区，因此给予微博18年目标市值110亿美元（对应14年FB亚洲区估值的30%）。

表 12: 对比微博与 Facebook 亚洲区

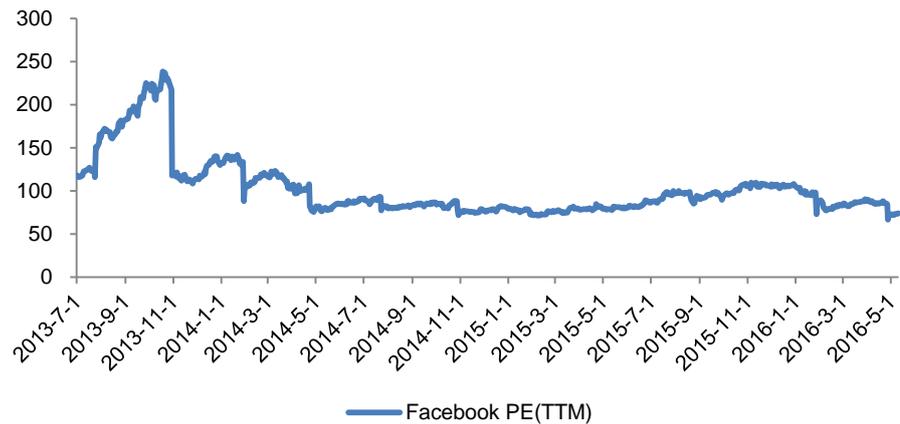
估值时点	MAU	MAU 增速	平均月活年收入贡献	估值中枢 (美元)
2012 年 Facebook 亚洲区	2.98 亿	31%	2.3	110 亿
2015 年微博	2.61 亿	34%	2.0	48 亿
2014 年 Facebook 亚洲区	4.49 亿	22%	4.4	375 亿
微博 2018E	4.22 亿	15%	3.2	110 亿

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心（2012 年 FB 亚洲区市值按 2012-2013 年 1000 亿市值中枢根据收入占比估算，2014 年 FB 亚洲区市值按 2014-2015 年 2500 亿市值中枢根据收入占比估算，微博市值为 4 月均值，微博 MAU 为 16Q1）

## 6.2 PE 估值法

截至2016年五月Facebook市值高达3300亿美元，由于Facebook包括Facebook, Messenger, Instagram, WhatsApp四块业务，并以一个“社交+科技”公司来估值，公司长期PE稳定在80倍左右。

图55: Facebook盈利稳定后的估值



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

按收入来源分，2015年微博广告收入占84.2%，包括数据服务、会员费、游戏收入在内的其他收入占15.8%。15年移动广告收入占总广告收入比达63%。

未来3年主要业务收入预测：

**(1) 大品牌广告：**15年大品牌广告收入1.04亿美元(+8.2%)，占总收入的21.7%，得益于微博与电视台的联动营销，未来由于视频广告的推出，这部分收入将维持中速增长。

**(2) 阿里巴巴相关方：**由于与阿里巴巴签订的三年协议，阿里关联方收入保持30%左右的收入比，16年阿里签约存在不确定性，我们预计该部分收入会大幅下降，同时微博对阿里的依赖程度会逐年下降。

**(3) 中小企业：**15年中小企业收入1.43亿美元(+142%)，占总收入的32.5%，得益于自助广告系统推出，未来中小企业将成为公司广告收入主要来源。

**(4) 其他业务收入：**15年游戏收入4330万美元(+30%)，会员收入1760万美

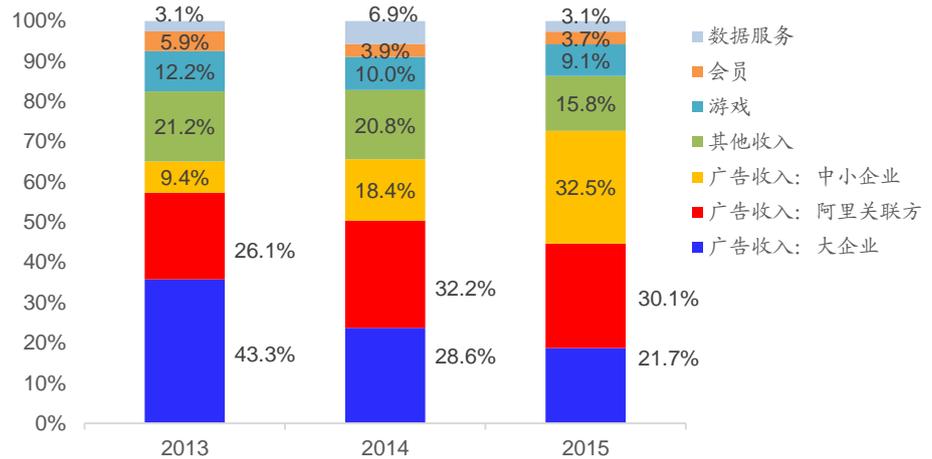
元 (+35.4%)，数据服务收入1460万美元 (-36.9%)，预计未来几年占比会缓慢下降。

图56: 微博股权结构



数据来源：公司2015年年报、广发证券发展研究中心

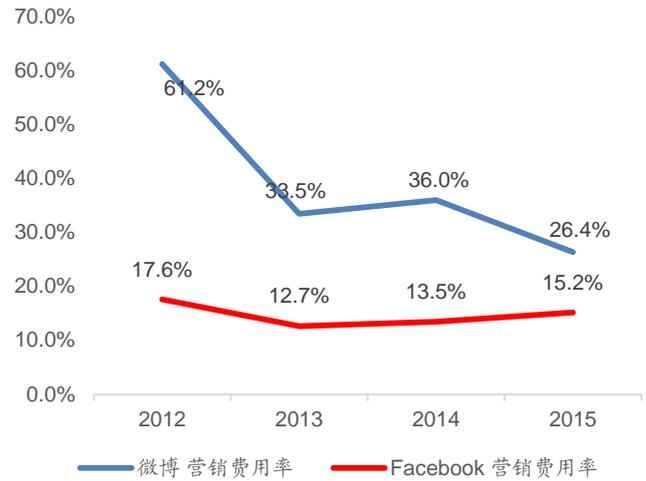
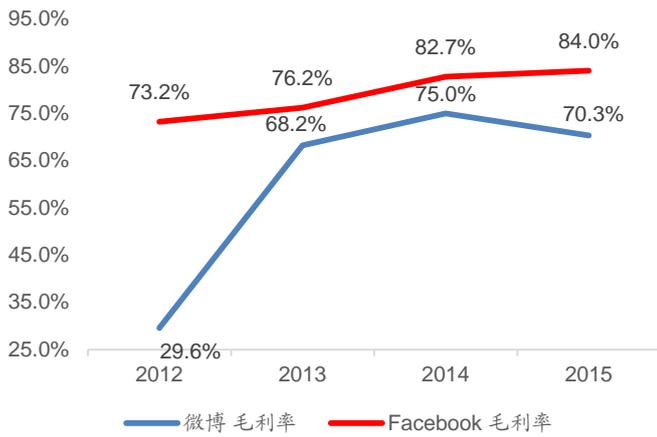
图57: 微博收入：广告占比80%以上，中小企业广告收入占比不断提升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 58: 12-15 年 Facebook 与微博的毛利率比较

图 59: 12-15 年 Facebook 与微博的营销费率比较



数据来源: Facebook、新浪微博、广发证券发展研究中心

图 60: 12-15 年 Facebook 与微博的管理费率比较

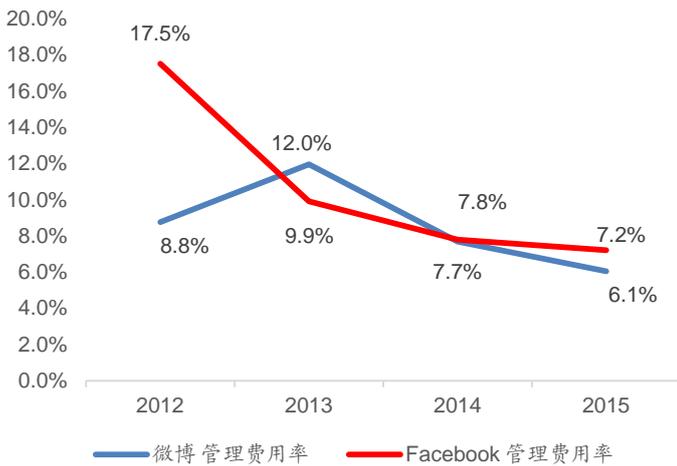
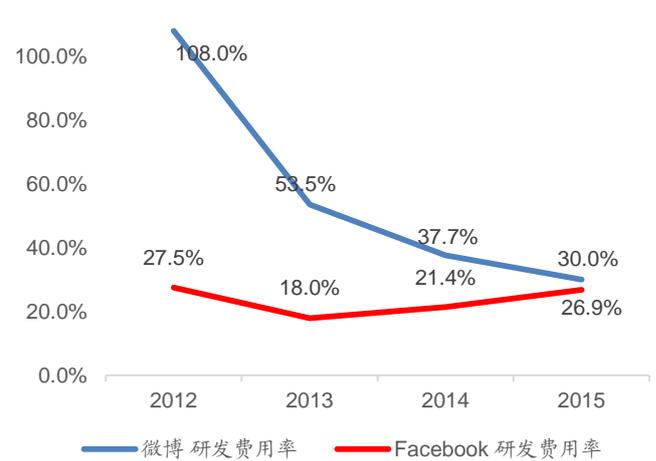


图 61: 12-15 年 Facebook 与微博的研发费率比较



数据来源: Facebook、新浪微博、广发证券发展研究中心

表 13: 微博收入及利润预测 (单位: 百万美元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总收入	188.3	334.2	477.8	611.3	961.6	1333.3
YoY		77.4%	43.0%	27.9%	57.3%	38.6%
广告	148.4	264.8	402.4	524.8	863.9	1223.6
YoY		78.4%	52.0%	30.4%	64.6%	41.6%
广告: 大品牌	81.6	95.7	103.5	119.0	136.9	157.4
YoY		17.3%	8.2%	15.0%	15.0%	15.0%
广告: 阿里关联方	49.1	107.6	143.7	48.8	48.8	48.8
YoY		119.0%	33.5%	-66.0%	0.0%	0.0%
广告: 中小企业	17.7	61.5	155.2	357.0	678.2	1017.3

YoY		347.5%	252.4%	130.0%	90.0%	50.0%
其他收入	39.9	69.4	75.5	86.5	97.7	109.7
YoY		74.0%	8.8%	14.6%	13.0%	12.3%
游戏	22.9	33.3	43.3	52.0	59.8	68.7
YoY		45.4%	30.0%	20.0%	15.0%	15.0%
会员	11.1	13.0	17.6	22.9	27.5	31.6
YoY		17.3%	35.4%	30.0%	20.0%	15.0%
数据服务	5.9	23.1	14.6	11.7	10.5	9.4
YoY		291.4%	-36.9%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
销售成本	59.9	83.6	142.0	183.4	288.5	400.0
推广营销	63.1	120.3	126.1	158.9	240.4	320.0
产品研发	100.7	125.8	143.4	183.4	288.5	400.0
管理费用	22.5	25.7	28.9	36.7	57.7	80.0
总费用	246.2	355.5	440.4	562.4	875.1	1200.0
运营利润	-57.9	-21.3	37.4	48.9	86.5	133.3
投资损益	-1.2	0.0	-7.1	0.0	0.0	0.0
重估收益	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	-2.9	6.8	6.3	6.0	6.0	6.0
期权公允价值变化	21.1	-47.0	-0.7	0.0	0.0	0.0
EBIT	-37.8	-61.5	36.8	42.9	80.5	127.3
税费	0.3	1.1	2.6	3.0	5.7	9.0
净利润	-38.1	-62.6	34.2	39.9	74.9	118.3
Non-GAAP EBITDA		15.5	85.7	119.2	211.6	320.0
Non-GAAP 净利润		-2.3	68.8	97.8	163.5	240.0
毛利率	68.2%	75.0%	70.3%	70.0%	70.0%	70.0%
营销费用率	33.5%	36.0%	26.4%	26.0%	25.0%	24.0%
研发费用率	53.5%	37.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
管理费用率	12.0%	7.7%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
净利率	-20.2%	-18.7%	7.2%	6.5%	7.8%	8.9%
Non-GAAP EBITDA 率		4.6%	17.9%	19.5%	22.0%	24.0%
Non-GAAP 净利率		-0.7%	14.4%	16.0%	17.0%	18.0%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

预计微博16-18年收入为6.1亿美元 (+27.9%)、9.6亿美元 (+57.3%)、13.3亿美元 (+38.6%)，Non-GAAP净利润分别为0.98亿美元、1.64亿美元、2.40亿美元，当前市值50亿美元对应16年51XPE，按照PE估值法我们给予目标市值120亿美元，对应18年50XPE。

综合用户估值法和PE估值法，公司18年市值区间为110-120亿美元，建议投资者关注！

### 6.3 关注 A 股映射公司

(1)从微博生态的角度来看重点推荐华斯股份。总结微博的商业模式和其未来

的发展战略，我们认为微博将持续通过三类方式盈利：**第一**，不断的有品牌、经销商、自媒体、达人来投放广告，将自己的影响力（粉丝）从小培育到大的过程微博可以通过各种广告工具盈利，本质上是一级流量批发商，将占公司收入大头。**第二**，影响力（粉丝数量）达到成熟期后通过微博的粉丝管理工具维持用户粘性，将占公司小头。**第三**，战略性的布局粉丝变现工具来完成广告主从“吸粉”到“变现”的闭环，微卖和一下科技（秒拍、小咖秀）的布局分别提供了广告主电商变现和视频打赏变现两种方式。上市公司中华斯股份投资微卖30%股权，作为微博生态的一环我们持续看好。

**（2）从优质内容的角度来看推荐快乐购。**未来流量会跟随优质内容，从形式上看视频零售会逐步取代传统电商的“图片+文字”零售，快乐购的原产地直播、我是大美人、辣妈学院都是其内容制作能力的体现，变现能力在逐步显现。作为A股社交电商龙头我们持续看好。

**（3）从红利渠道布局的角度来看推荐南极电商。**利用“社交电商”这类新兴模式拓展销售渠道的公司南极电商将受益于低成本流量的红利。

## 风险提示

政策监管风险；垂直型社交媒体的分流。

## 广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年度新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名; 2012年度新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第四名; 2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 倪华:** 研究助理, 北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士, 2014年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名(团队), 水晶球分析师第四名(团队), 金牛分析师第四名(团队), 第一财经分析师第三名(团队); 2014年度新财富批零行业第三名(团队), 水晶球分析师第二名(团队)、金牛分析师第三名(团队)。
- 叶群:** 研究助理, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。
- 林伟强:** 研究助理, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名(团队), 水晶球分析师第四名(团队), 金牛分析师第四名(团队), 第一财经分析师第三名(团队)。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。