

1Q25 业绩点评，AI 提效逐步显现，继续等待宏观&用户增长修复

核心观点

2025 年初指引中利润率预期保守（30% Non-GAAP OPM），增速指引基本合理，2025 年关键变量在于 1）AI 提效；2）渠道获客的策略变化；3）宏观改善。AI 侧指引较为合理，延续 5% eCPM 的提升，渠道策略预计维持平衡，宏观需要等待政策落地后逐步修复。我们认为 2H25 改善的机会可能更大，当前仍处于等待催化的阶段。股东回报方面，股息常态化提供底部估值支撑，但考虑到 24Q3 以来股价涨幅，我们认为当前阶段主要催化仍然聚焦回归增长，潜在的经营杠杆释放。

事件

微博发布 1Q25 业绩，当季度收入、利润均超预期，展望谨慎
微博 1Q25 实现收入 4.0 亿美元，同比持平，环比-13%，高于市场预期约 1pct。其中，广告收入达到 3.4 亿美元，同比增长持平，环比-12%，超出市场预期 2pct；增值服务(VAS)收入达到 0.6 亿美元，同比+2%，环比-19%，逊于市场预期 6pct。用户活跃度方面，微博 1Q25 MAU 达 5.91 亿，同比增长 0.5%，环比增长 0.2%，略高于市场预期 0.9pct；DAU 为 2.61 亿，同比增长 2.4%，环比增长 0.4%，略好于市场预期 1.6pct。在盈利能力方面，微博 1Q25 的 Non-GAAP 经营利润达到 1.3 亿美元，同比增长 2.9%，Non-GAAP 经营利润率为 32.6%；Non-GAAP 归母净利润达 1.2 亿美元，同比增长 2.6%，归母净利率为 30.1%。

简评

2025 年利润指引保守，需要进一步观察宏观经济改善

管理层对于 2025 年展望提到，3C 数码、汽车、电商板块表现不错，但游戏、美妆预计仍有拖累，其中 FMCG 虽然 24 年美妆不好，但食品饮料受奥运会驱动，高基数导致 25 年展望持平，美妆降幅收窄，年内对广告的拖累逐步减轻，手机由于发布节奏调整导致广告收入 1Q 较弱。整体收入预期保持稳定，略有增长（low-single digit）。且利润方面由于对 AI 的投入，可能面临一定压力，维持全年 30%的 Non-GAAP OPM 预期。

微博-SW(9898.HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2025 年 05 月 29 日

当前股价：73.60 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.98/-10.80	6.83/-13.40	14.83/-30.06
12 月最高/最低价（港元）		93.10/55.75
总股本（万股）		24,331.48
流通 H 股（万股）		24,331.48
总市值（亿港元）		195.99
流通市值（亿港元）		195.99
近 3 月日均成交量（万）		11.95
主要股东		
新浪公司		36.10%

股价表现



相关研究报告

23.10.22 【中信建投海外研究】微博-SW(9898): 垂类拓展开拓商业化空间，视频号战略加速生态活化

AI 对广告开始展现效果，但目前指引已经合理考虑 AI 的贡献。微博目前在内部测试 LLM 优化推荐系统，预计 2Q 上线，带动信息流广告的转化率（信息流广告占微博整体收入~40%），此外 AI “罗伯特”强化用户交互，提升每千次浏览的互动率，也有助于提升内容生态健康度，目前 AI 智搜 MAU 突破 3000 万，有助于巩固用户信息获取心智，预计在未来几个季度逐步提升用户渗透，我们会先看到运营数据改善后才能得到财务数据的改善。总体而言，我们认为当前指引较为合理地反映了公司后续增速的潜在趋势，并认为 2H25 改善的机会可能更大，当前仍处于等待催化的阶段。

投资建议：2025 年初步指引中利润率预期保守（30% Non-GAAP OPM），增速指引基本合理，2025 年关键变量在于 1）AI 提效；2）渠道获客的策略变化；3）宏观改善。AI 侧指引较为合理，延续 5% eCPM 的提升，渠道策略预计维持平衡，宏观需要等待政策落地后逐步修复。我们认为 2H25 改善的机会可能更大，当前仍处于等待催化的阶段。股东回报方面，股息常态化提供底部估值支撑，但考虑到 24Q3 以来股价涨幅，我们认为当前阶段主要催化仍然聚焦回归增长，潜在的经营杠杆释放。维持“买入”评级。

风险分析

行业竞争加剧导致用户流失：短视频等新兴平台不断崛起，正在蚕食微博用户时长，如果未来竞争继续加剧，将面临用户规模流失的风险。

内容生态建设不及预期：如果视频号等业务未能有效规模化，垂直内容建设进展缓慢，将难以提升平台活力和商业化水平。

政策监管风险：舆论场的属性使微博容易成为监管重点，如果监管政策收紧，将对平台发展产生不利影响。

微博商业化模式单一：微博业务高度依赖广告收入，如果未来无法拓展新的变现方式，商业模式的单一性将制约收入增长。

报表预测

资产负债表 (百万美元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,512.72	3,491.78	3,797.56	4,048.96	4,311.39
现金	2,584.64	1,890.63	2,012.45	2,228.15	2,454.17
应收票据及应收账款合	440.77	339.75	423.97	432.45	441.10
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	841.42	801.54	833.70	850.38	867.39
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	645.90	459.85	527.43	537.97	548.73
非流动资产	2,767.64	3,012.72	2,933.70	2,857.07	2,782.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	220.66	215.03	181.35	147.66	113.97
无形资产	134.13	272.00	226.67	181.61	136.92
其他非流动资产	2,412.85	2,525.68	2,525.68	2,527.80	2,531.31
资产总计	7,280.36	6,504.50	6,731.25	6,906.04	7,093.59
流动负债	1,797.35	968.14	1,051.84	1,071.82	1,092.17
短期借款	799.33	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	161.49	158.44	159.42	162.61	165.86
其他流动负债	836.53	809.70	892.41	909.20	926.31
非流动负债	1,965.40	1,957.48	1,957.48	1,957.48	1,957.48
长期借款	1,852.97	1,860.78	1,860.78	1,860.78	1,860.78
其他非流动负债	112.43	96.70	96.70	96.70	96.70
负债合计	3,762.74	2,925.61	3,009.31	3,029.29	3,049.65
少数股东权益	118.88	96.12	98.79	101.66	104.74
股本	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	3,616.49	0.00	0.00	1.00	3.00
留存收益	-217.82	3,482.77	3,623.15	3,774.09	3,936.20
归属母公司股东权益	3,398.74	3,482.77	3,623.15	3,775.09	3,939.20
负债和股东权益	7,280.36	6,504.50	6,731.25	6,906.04	7,093.59

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	672.82	639.90	355.26	460.37	481.68
净利润	357.50	310.11	323.99	348.35	374.16
折旧摊销	80.59	58.10	79.02	79.62	80.87
财务费用	1.86	0.00	-1.82	-5.19	-9.61
其他经营现金流	232.88	271.70	-45.94	37.59	36.26
投资活动现金流	-736.85	0.00	-54.31	-55.31	-56.31
资本支出	21.75	77.23	0.00	3.00	6.00
其他投资现金流	-758.59	-77.23	-54.31	-58.31	-62.31
筹资活动现金流	21.69	0.00	-179.13	-189.35	-199.35
短期借款	799.33	-799.33	0.00	0.00	0.00
长期借款	-568.61	7.81	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-209.03	791.52	-179.13	-189.35	-199.35
现金净增加额	-42.34	639.90	121.82	215.70	226.01

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

利润表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,759.84	1,754.68	1,772.22	1,807.67	1,843.82
营业成本	374.28	369.52	378.91	386.49	394.22
其他营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	461.42	480.79	476.74	477.23	477.56
研发费用	451.20	410.04	405.28	404.35	403.22
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	1.86	0.00	-1.82	-5.19	-9.61
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	471.07	494.32	513.11	545.79	580.44
其他非经营损益	31.71	-73.67	-73.67	-73.67	-73.67
利润总额	502.78	420.66	439.44	472.12	506.77
所得税	145.29	110.55	115.45	123.77	132.61
净利润	357.50	310.11	323.99	348.35	374.16
少数股东损益	2.10	2.56	2.67	2.87	3.08
归属母公司净利润	355.40	307.55	321.32	345.48	371.07
EBITDA	585.23	478.76	516.65	546.55	578.03
EPS (元)	1.46	1.26	1.32	1.42	1.53

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.17	-0.29	1.00	2.00	2.00
净利润(%)	265.50	-13.26	4.48	7.52	7.41
获利能力					
毛利率(%)	78.73	78.94	78.62	78.62	78.62
净利率(%)	20.31	17.67	18.28	19.27	20.29
ROE(%)	10.46	8.83	8.87	9.15	9.42
ROIC(%)	10.17	10.20	10.64	11.13	11.89
偿债能力					
资产负债率(%)	51.68	44.98	44.71	43.86	42.99
净负债比率(%)	1.92	-0.83	-4.08	-9.48	-14.67
流动比率	2.51	3.61	3.61	3.78	3.95
速动比率	2.15	3.13	3.11	3.28	3.45
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.27	0.26	0.26	0.26
应收账款周转率	3.99	5.16	4.18	4.18	4.18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.26	1.32	1.42	1.53
每股经营现金流(最新)	2.77	2.63	1.46	1.89	1.98
每股净资产(最新摊薄)	13.97	14.31	14.89	15.52	16.19
估值比率					
P/E	51.18	59.14	55.73	51.84	48.26
P/B	5.35	5.22	4.94	4.74	4.55
EV/EBITDA	0.63	0.50	0.24	-0.16	-0.53

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24 第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年度新财富海外市场研究团队第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk