

3Q25 业绩点评，AI 对冲宏观&高基数压力，等待广告需求修复

微博-SW (9898.HK)

核心观点

3Q25 收入受高基数与宏观双重影响承压，阿里系投放激增成最大亮点，全年利润率指引维持稳健。受去年同期巴黎奥运会带来的高基数影响，食品饮料等 FMCG 行业广告收入下滑，拖累整体广告大盘（同比-6%）。然而，受益于本地生活及电商大促需求，来自阿里的广告收入同比增长 112%，显著缓解下滑幅度。展望 4Q25，管理层预计广告收入环比回升，但同比仍有微跌（-2%至-3%），游戏与手机行业因新品推广策略调整表现疲软。公司维持全年 30%的 Non-GAAP OPM 指引，但 Q4 因大促营销投入，利润率将为全年低点。当前股价已反映悲观预期，股东回报（股息）受盈利限制虽无增长但提供底部支撑，后续核心催化在于宏观大件消费复苏及 AI 对 eCPM 的持续拉动。

事件

微博发布 3Q25 业绩，收入同比小幅下滑，利润率维持健康水平。微博 3Q25 实现净收入 4.42 亿美元，同比下降 5%（固定汇率下同下降 4%）。其中，广告及营销收入为 3.75 亿美元，同比下降 6%；增值服务（VAS）收入为 0.67 亿美元，同比增长 2%。用户方面，2025 年 9 月 MAU 为 5.78 亿，DAU 为 2.57 亿。盈利能力方面，3Q25 Non-GAAP 经营利润为 1.32 亿美元，Non-GAAP 经营利润率为 30%；Non-GAAP 归母净利润为 1.11 亿美元，同比下降 20.5%，Non-GAAP 摊薄后每股收益为 0.42 美元。截至季度末，现金及短期投资总额为 20.4 亿美元。

简评

奥运高基数拖累 FMCG，阿里系与本地生活支撑电商基本盘。3Q25 广告业务面临显著的行业分化。负面因素主要来自 FMCG 板块，去年同期巴黎奥运会带来的高基数导致本季度同比下滑明显。正面因素则来自电商与汽车板块的坚挺，特别是来自阿里巴巴的广告收入达到 4550 万美元，同比大增 112%，主要得益于其“闪购”等本地生活业务的预算增加及电商强劲需求。展望 4Q25，除阿里外，美团、京东预算预计也有增长，但手机（除苹果外整体疲软）与游戏行业（厂商调整宣发策略）预计将拖累大盘，导致 Q4 总收入同比预计仍有 3%左右的下滑。AI 驱动 eCPM 提升约 10%，利润率受季节性投入影响 Q4 触底。

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BU1663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2025 年 11 月 24 日

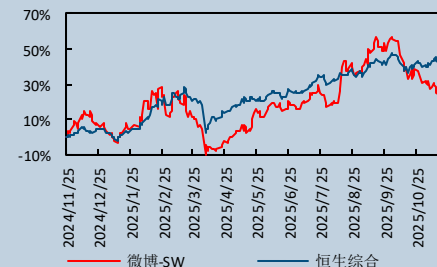
当前股价：75.35 港元

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
	-13.93/-11.46	-15.34/-15.55	5.61/-22.38
12 月最高/最低价 (港元)			101.50/59.50
总股本 (万股)			24,482.53
流通 H 股 (万股)			24,482.53
总市值 (亿港元)			184.48
流通市值 (亿港元)			184.48
近 3 月日均成交量 (万)			21.52
主要股东			
新浪公司			35.95%

股价表现



相关研究报告

AI技术在广告全流程的应用持续深化，尤其是在智能搜索和推荐流方面。管理层在业绩电话会上提到，AI算法优化对eCPM的拉动作用约为10%，有效对冲了部分量价压力。Ad load方面，Q3有所下降，预计Q4将持平。关于利润端，公司维持全年Non-GAAP OPM 30%的目标，NPM预计在26-27%左右。值得注意的是，Q4通常为电商及活动大促旺季，营销费用较高，预计Q4利润率将是全年低点。此外，G&A费用今年受益于坏账冲回（主要来自下半年），若未来回款减少，该项费用率存在回升风险。

投资建议：2025年全年业绩轮廓已基本清晰，核心逻辑在于“守住利润，等待复苏”。虽然FMCG受高基数扰动，但阿里系及本地生活广告的强劲增长证明了平台在促销季的转化价值。2025年的关键变量在于：1）宏观层面大件消费（房产、汽车）的企稳；2）手机换机周期及游戏新品周期的共振；3）AI对eCPM的持续提效（当前约10%贡献）。我们预计股东回报将依据盈利和现金流情况，考虑到今年盈利无增长，分红规模预计不会超过往年，但仍能提供一定的估值安全垫。港股通暂时因市值门槛受限。我们认为当前估值处于低位，建议关注宏观政策落地后对消费情绪的传导。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	3,836.26	4,055.89	4,279.04
现金	2,584.64	1,890.63	2,077.67	2,288.50	2,493.98
应收票据及应收账款合	440.77	339.75	417.68	419.77	423.96
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	841.42	792.97	818.48	822.57	830.80
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	645.90	468.43	522.44	525.05	530.30
非流动资产	2,767.64	3,012.72	2,960.73	2,911.15	2,863.31
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	109.78	91.48	73.47	55.81
其他非流动资产	2,412.85	2,687.90	2,687.90	2,690.03	2,693.54
资产总计	7,280.36	6,504.50	6,796.99	6,967.04	7,142.36
流动负债	1,797.35	968.14	1,054.35	1,066.54	1,065.30
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	171.89	171.27	167.77
其他流动负债	836.53	809.70	882.46	895.27	897.53
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	3,011.82	3,024.02	3,022.78
少数股东权益	118.88	96.12	100.29	103.46	107.00
股本	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
资本公积	3,616.49	3,798.51	3,798.51	3,799.51	3,801.51
留存收益	-217.82	-315.80	-113.69	39.98	211.01
归属母公司股东权益	3,398.74	3,482.77	3,684.88	3,839.56	4,012.58
负债和股东权益	7,280.36	6,504.50	6,796.99	6,967.04	7,142.36

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	515.09	459.31	471.66
净利润	357.50	310.11	506.44	385.08	428.56
折旧摊销	80.59	71.68	51.99	52.59	53.83
财务费用	1.86	-17.94	3.94	-4.72	-13.77
其他经营现金流	232.88	276.06	-47.27	26.36	3.04
投资活动现金流	-736.85	-246.90	-23.96	-24.96	-25.96
资本支出	21.75	77.20	0.00	3.00	6.00
其他投资现金流	-758.59	-324.10	-23.96	-27.96	-31.96
筹资活动现金流	21.69	-1,029.44	-304.09	-223.51	-240.23
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	-237.92	-304.09	-223.51	-240.23
现金净增加额	-42.34	-636.44	187.03	210.84	205.48

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	1,745.90	1,754.63	1,772.18
营业成本	374.28	369.52	408.54	407.07	398.74
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	460.92	456.20	451.91
研发费用	451.20	410.04	209.51	386.02	372.16
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	1.86	-17.94	3.94	-4.72	-13.77
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	512.26	663.00	511.05	565.15
其他非经营损益	31.71	-91.61	-29.95	-29.95	-29.95
利润总额	502.78	420.66	633.05	481.10	535.20
所得税	145.29	110.55	126.61	96.02	106.64
净利润	357.50	310.11	506.44	385.08	428.56
少数股东损益	2.10	2.56	4.17	3.17	3.53
归属母公司净利润	355.40	307.55	502.26	381.91	425.03
EBITDA	585.23	474.39	688.97	528.97	575.26
EPS (元)	1.45	1.26	2.05	1.56	1.74

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	-0.50	0.50	1.00
净利润(%)	265.50	-13.26	63.31	-23.96	11.29
获利能力					
毛利率(%)	78.73	78.94	76.60	76.80	77.50
净利率(%)	20.31	17.67	29.01	21.95	24.18
ROE(%)	10.46	8.83	13.63	9.95	10.59
ROIC(%)	10.17	10.33	14.49	10.96	12.07
偿债能力					
资产负债率(%)	51.68	44.98	44.31	43.40	42.32
净负债比率(%)	1.92	-0.83	-5.73	-10.85	-15.37
流动比率	2.51	3.61	3.64	3.80	4.02
速动比率	2.15	3.12	3.14	3.31	3.52
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.27	0.26	0.25	0.25
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)	1.45	1.26	2.05	1.56	1.74
每股经营现金流(最新)	2.75	2.61	2.10	1.88	1.93
每股净资产(最新摊薄)	13.88	14.23	15.05	15.68	16.39
估值比率					
P/E	6.91	7.98	4.89	6.43	5.77
P/B	0.72	0.70	0.67	0.64	0.61
EV/EBITDA	0.62	0.51	0.09	-0.28	-0.61

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024年新财富海外市场研究第五名；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10月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年度证券时报·新财富杂志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