

買入

2022 年 2 月 9 日

短期核心廣告業務承壓，全力追尋第二增長曲線

- **核心廣告業務增速回落，2022 年佈局 7 大投資領域：**公司核心廣告業務的各項指標依然穩健，但短期仍將面臨一定瓶頸，導致增速疲軟的原因包括：1) 隱私政策拉低廣告投放效率和 ROI，對中小型商家影響更為顯著，疊加 2021 年上半年的高基數，導致廣告單價增速放緩；2) 宏觀經濟不確定性和電商大盤增速回落對整體廣告行業的景氣度造成影響；3) 來自抖音海外版等應用持續侵蝕用戶時長且用戶增速較快，可能導致廣告市場份額出現小幅下滑。2021Q4 公司總收入同比增長 20%，符合公司指引。自本季度起，收入拆分為廣告及其他收入和 AR/VR 軟硬體收入（簡稱 FRL）。全年總收入同比增 37%，廣告收入同比增長 37%，FRL 收入同比增長 100%。全年總費用和資本開支均符合公司指引。2021Q4 淨利潤同比下降 8%；全年淨利潤同比增長 35%。
- **公司指引：**預計 2022Q1 總收入將介於 270-290 億美元，同比增長 3-11%，增速放緩主要受廣告曝光量以及廣告單價影響。預計 2022 年總費用將達到 900-950 億美元，較此前指引略有下調。預計全年資本開支為 290-340 億美元，主要由 FB 全家桶相關的人工智慧及機器學習投入所驅動。預計隱私政策將在 2022 年產生約 100 億美元的負面影響。
- **廣告核心指標依然穩健，短期仍受隱私政策影響：**2021Q4 廣告單價同比增長 6%，全年同比增長 24%。2021Q4 廣告曝光量同比增長 13%，全年同比增長 10%。Facebook DAU 環比下降 100 萬至 19.3 億，主要由於本季度亞太及地區得疫情有所反復導致增速放緩、以及北美地區使用者接近飽和。DAU/MAU 保持穩定（66%）。
- **首次披露 AR/VR 相關收入，加速尋找第二增長曲線：**我們維持此前觀點，儘管公司的短視頻、電商和 AR/VR 業務獲得不錯的進展，但各領域均存在強勁的競爭對手，短期仍處於追趕階段。同時，預計擴大資本支出和增加人員儲備的費用將持續影響整體盈利水準。公司將長期大量投入元宇宙相關軟硬體，但考慮到中短期 ROI 較低，我們保持謹慎樂觀。
- **目標價 372.18 美元，維持買入評級：**考慮到核心廣告業務短期仍將承壓，下調 2022-2024 年收入至 1,348/1,583/1,801 億美元，對應增速 14%/17%/14%。擴大投資將拉低中短期的利潤及現金流表現，下調 2022-2024 年淨利潤至 359/435/508 億美元，對應增速-9%/21%/17%。採用 DCF 法估值，下調目標價至 372.18 美元，維持買入評級。
- **風險：**1) 使用者資料相關監管風險；2) 宏觀經濟不確定性；3) 廣告業務競爭加劇；4) 新興領域進展不及預期；5) 反壟斷法；6) 美國政府或將針對抖音海外版進行制裁。

Chuck Li

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	TMT
股價	220.18 美元
目標價	372.18 美元 (+69.03%)
股票代碼	FB
總股本	27.2 億股
市值	5,993 億美元
52 周高/低	384.33 美元/216.15 美元
每股帳面值	44.30 美元
主要股東	馬克黎克伯格 12.78% Vanguard 6.72% Blackrock 5.73% Capital 5.03%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	20年历史	21年历史	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (美元百万元)	85,965	117,929	134,836	158,322	180,124
变动	21.60%	37.18%	14.34%	17.42%	13.77%
GAAP净利润	29,146	39,370	35,926	43,502	50,831
摊薄每股盈利	10.1	13.8	12.6	15.2	17.8
变动	56.92%	36.48%	-8.75%	21.09%	16.85%
基于220.18美元的市盈率 (估)	21.8	16.0	17.5	14.5	12.4
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

核心廣告業務增速回落，2022 年佈局 7 大投資領域

核心廣告指標依然穩健，
短期仍將面臨一定瓶頸

四季度，我們認為公司核心廣告業務的各項指標依然穩健，但短期仍將面臨一定瓶頸，導致增速疲軟的原因包括：1) 隱私政策拉低廣告投放效率和 ROI，對中小型商家影響更為顯著，疊加 2021 年上半年的高基數，導致廣告單價增速放緩；2) 宏觀經濟不確定性和電商大盤增速回落對整體廣告行業的景氣度造成影響；3) 來自抖音海外版等應用持續侵蝕用戶時長且用戶增速較快，而 Meta 用戶已進入穩態增長，可能導致廣告市場份額出現小幅下滑。我們認為公司具有海外市場中最成熟且完善的社交用戶體系，核心廣告業務的護城河相對深厚，盈利指標非常穩定。儘管短期受到隱私政策的宏觀經濟影響，公司借助龐大的使用者基數，持續優化演算法和推送機制，因此我們認為隱私政策的影響將在未來幾個季度逐漸收尾。

未來幾年大量投入，
加速尋找第二增曲線

未來幾年，公司將顯著增加投入，加速尋找第二增曲線。我們維持此前觀點，儘管公司的短視頻、電商和 AR/VR 業務獲得不錯的進展，但各領域均存在強勁的競爭對手，短期仍處於追趕階段，建議持續關注。同時，預計擴大資本支出和增加人員儲備的費用將持續影響整體盈利水準。短視頻業務 Reels 起步較晚，短期貨幣化率低於 Feed 和 Stories 等業務，且 Reels 用戶的高增速將從其他板塊持續分流。公司通過 Reels 正面應對來自抖音海外版的衝擊，但實際效果仍需關注。此外，2022 年公司將在 7 個方向集中投入，包括 Reels、社群通訊、電商、廣告、用戶隱私、人工智慧以及元宇宙。公司將長期大量投入元宇宙相關軟硬體，但考慮到中短期 ROI 較低，我們保持謹慎樂觀。

Q4 廣告收入 YoY+20%，
FRL 收入 YoY+22%

2021Q4 公司總收入 337 億美元，同比增長 20%，符合公司此前 315-340 億美元的指引。自本季度起，公司將收入拆分為廣告及其他收入（Family of Apps）和 AR/VR 軟硬體收入（Reality Labs，簡稱 FRL）。四季度廣告收入 326 億美元，同比增長 20%，其他收入 1.6 億美元。FRL 收入 8.8 億美元，同比增長 22%，主要得益於 Quest 2 在 Q4 購物季的強勁銷售表現。

全年總收入 1,179 億美元，同比增 37%。其中，廣告收入 1,149 億美元，同比增長 37%，其他收入 7.2 億美元；FRL 收入 23 億美元，同比增長 100%。

2021Q4 總費用 211 億美元，同比增長 38%。其中，成本同比增長 22%，主要反映了 Quest 設備的硬體成本、核心基礎設施投資以及合作方付款。研發費用同比增長 35%，主要用於增加各項業務的員工數量以及加大 FRL 相關研發投入。銷售和管理費用分別同比增長 34%和 107%。四季度公司員工數量新增約 3,700 人，正式員工數量同比增長 23%至 71,970 人。

全年總費用 712 億美元，基本符合公司此前 700-710 億美元的指引。全年資本開支 192 億美元，基本符合此前 190 億美元的指引。

Q4 運營利潤率 37%，
淨利潤 YoY-8%

2021Q4 GAAP 運營利潤 126 億美元，同比下降 1%；運營利潤率 37%，去年同期為 46%。全年 GAAP 運營利潤 468 億美元，同比增長 43%；運營利潤率 40%，去年同期為 38%。2021Q4 淨利潤 103 億美元，同比下降 8%；全年淨利潤 394 億美元，同比增長 35%。此外，公司於四季度和全年分別回購 192 和 448 億美元的股票。

公司指引

根據公司指引，預計 2022Q1 總收入將介於 270-290 億美元，同比增長 3-11%，增速放緩主要受廣告曝光量以及廣告單價影響。廣告曝光量方面，行業競爭加劇可能會持續影響用戶時長，且目前 Reels 的貨幣化率仍低於 Feed 和 Stories。廣告單價方面，2021 年上半年的基數較高且隱私政策尚未推出、宏觀經濟不確定性以及電商市場增速放緩、匯率因素將使廣告單價在短期承壓。此外，公司預計隱私政策將在 2022 年產生約 100 億美元的負面影響。

公司預計 2022 年總費用將達到 900-950 億美元，較此前 910-979 億美元的指引略

有下調，主要用於增加技術人員儲備和基礎設施投資。預計全年資本開支為 290–340 億美元，主要由 FB 全家桶相關的人工智慧及機器學習投入所驅動，包括資料中心、伺服器及網路基礎設施等。預計中長期將加大 FRL 相關領域的投資。此外，預計 2022 年綜合稅率將與 2021 年基本一致，約為 17%。

廣告核心指標依然穩健，短期仍受隱私政策影響

Q4 廣告單價同比增長 6%
總曝光量同比增長 13%

2021Q4 廣告單價同比增長 6%，較 Q2 的 47%和 Q3 的 22%持續放緩，主要原因為：1) 2020 年下半年基數較高；2) 隱私政策導致廣告投放效率下降；3) 宏觀經濟不確定性；4) 匯率影響。全年廣告單價同比增長 24%。

2021Q4 廣告曝光量同比增長 13%，Q3 為 9%，Q2 為 6%，主要得益於廣告載入量的提升和用戶增長。其中，亞太及其他地區貢獻最大，同時北美地區同比下降 6%。全年廣告曝光量同比增長 10%。

分地區看，亞太地區廣告收入同比增長 31%，歐洲地區廣告收入同比增長 20%，北美地區同比增長 15%，其他地區同比增長 28%。

DAU 環比略微下滑，
用戶粘性保持穩定

Facebook DAU 環比下降 100 萬至 19.3 億，Q3 環比增長 2,200 萬，主要由於本季度亞太及地區得疫情有所反復導致增速放緩、以及北美地區使用者接近飽和。DAU/MAU 保持穩定（66%）。FB 全家桶（包括 Facebook、Instagram、Messenger 和 WhatsApp）的 MAU 達到 35.9 億，同比增長 9%，DAU 達到 28.2 億，同比增 8%，高於 Facebook 主 App 增速。

首次披露 AR/VR 相關收入，加速尋找第二增長曲線

儘管短視頻、電商和 AR/VR 等新興業務的增速較快，但在各領域均與競爭對手存在一定差距，短期仍處於追趕階段。此外，2022 年公司將在 7 個方向集中投入，包括 Reels、社群通訊、電商、廣告、用戶隱私、人工智慧以及元宇宙，加速尋找第二增長曲線。

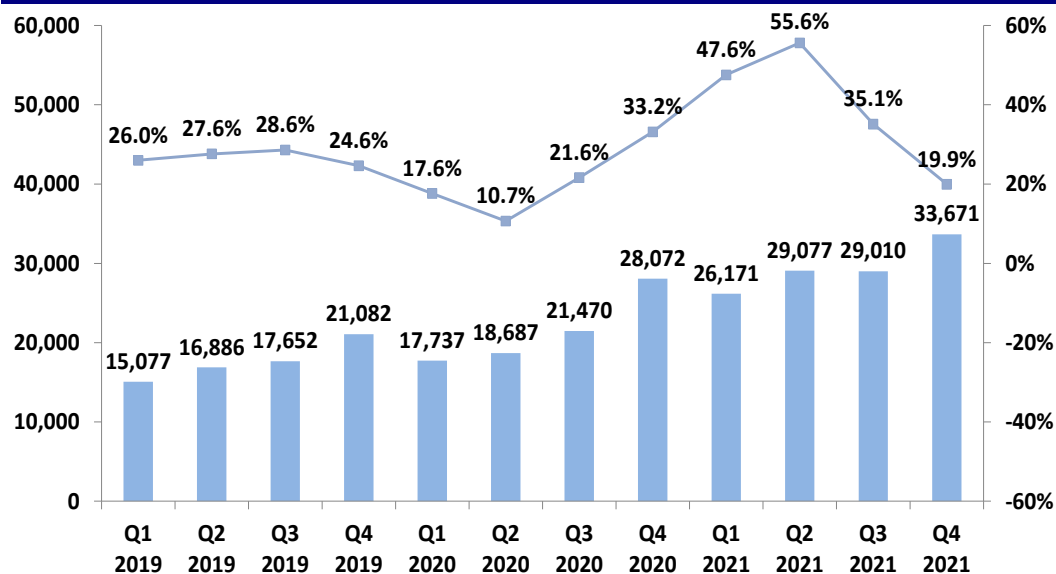
短視頻方面，Reels 目前是公司增速最快的內容形式，且已成為 Instagram 及 Facebook 用戶交互增長的重要驅動力。目前 Reels 的貨幣化率仍低於 Feed 和 Stories，隨著使用該功能的用戶增加有望持續提升。FRL 方面，AR/VR 設備的出貨量在 2021 年集中爆發，Quest 應用商店流水已超過 10 億美元，2022 年，公司計畫推出一款高端定位的 VR 頭戴設備，並在移動端推出 Horizon 虛擬空間。

目標價 372.18 美元，維持買入評級

未來三年收入增速為
14%/17%/14%，利潤增速
為
-9%/21%/17%

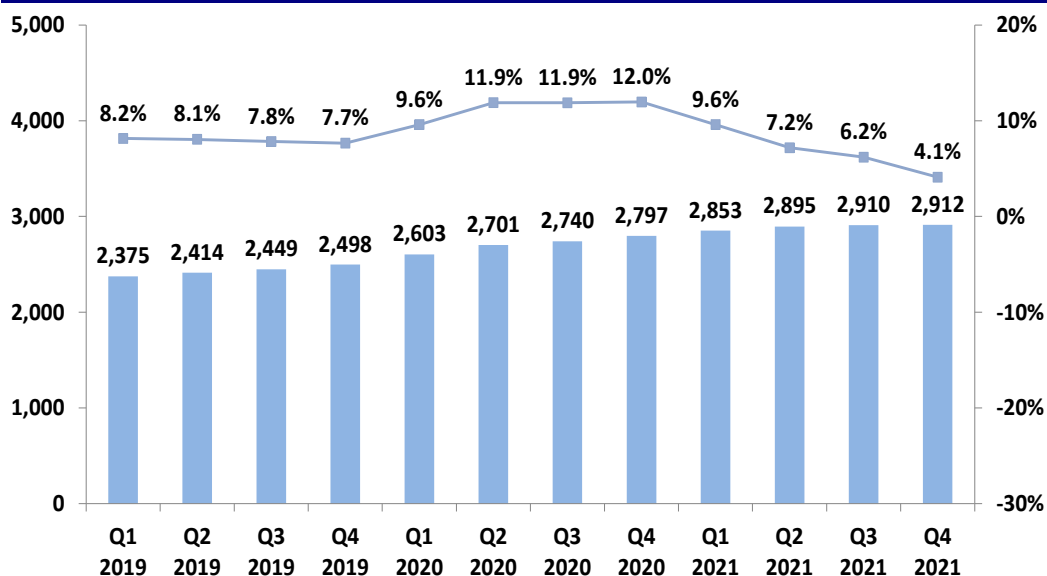
考慮到核心廣告業務將受隱私政策、宏觀經濟和競爭加劇的影響，我們下調 2022–2024 年收入至 1,348/1,583/1,801 億美元，對應增速分別為 14%/17%/14%。擴大投資和增加雇員的費用將拉低中短期的利潤及現金流表現，我們下調 2022–2024 年淨利潤至 359/435/508 億美元，對應增速分別為 -9%/21%/17%。採用 DCF 法估值，假設 WACC 為 9.3%，長期增長率為 3.0%，下調目標價至 372.18 美元，維持買入評級。

圖表 1: 2019Q1-2021Q4 總營收 (百萬美元)



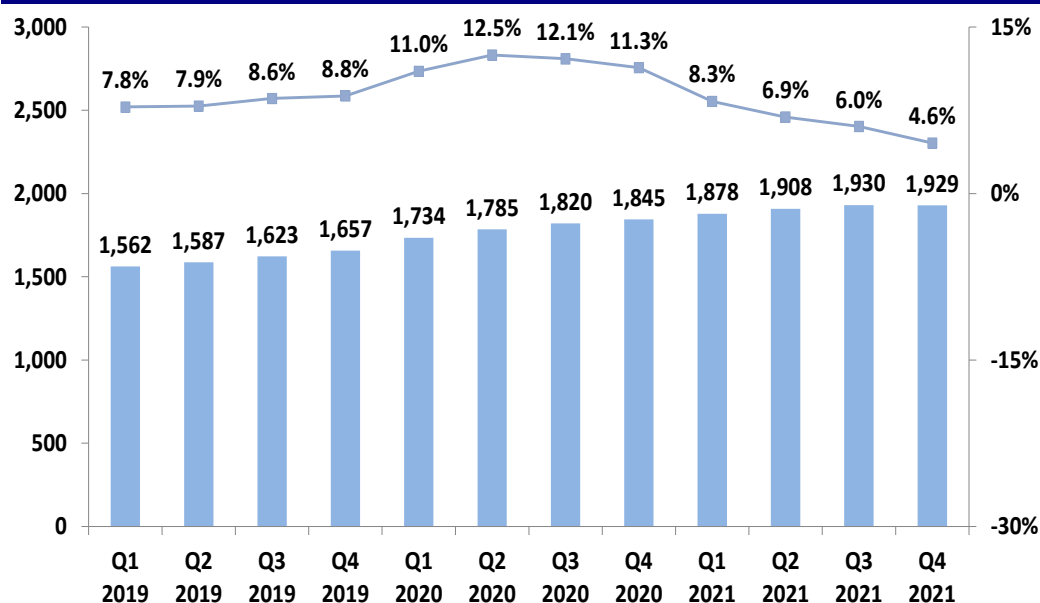
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 2: 2019Q1-2021Q4 MAU (百萬人)



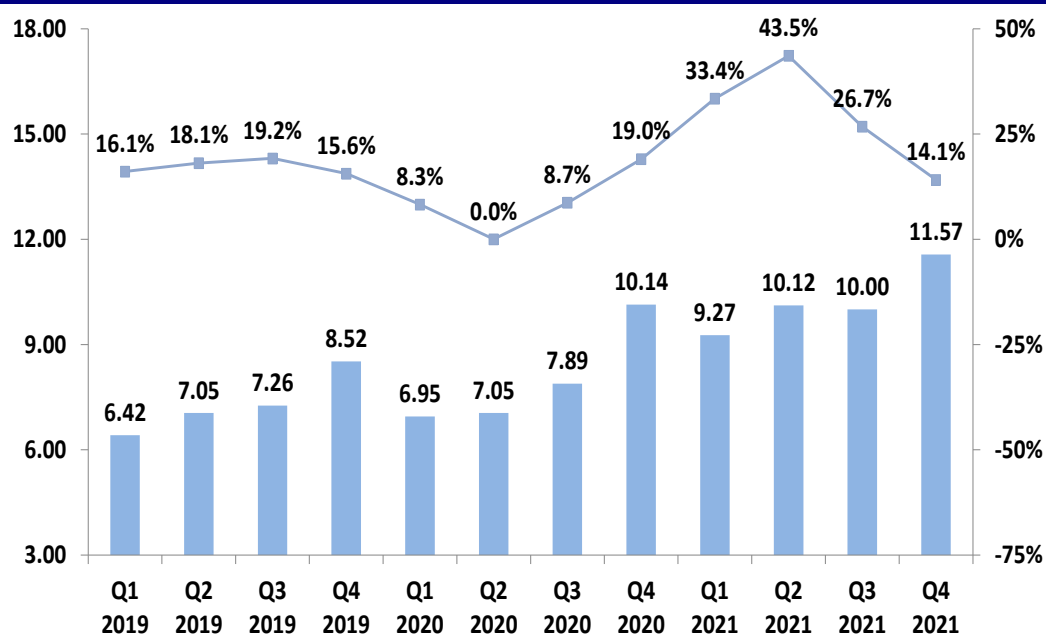
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 3：2019Q1-2021Q4 DAU（百萬人）



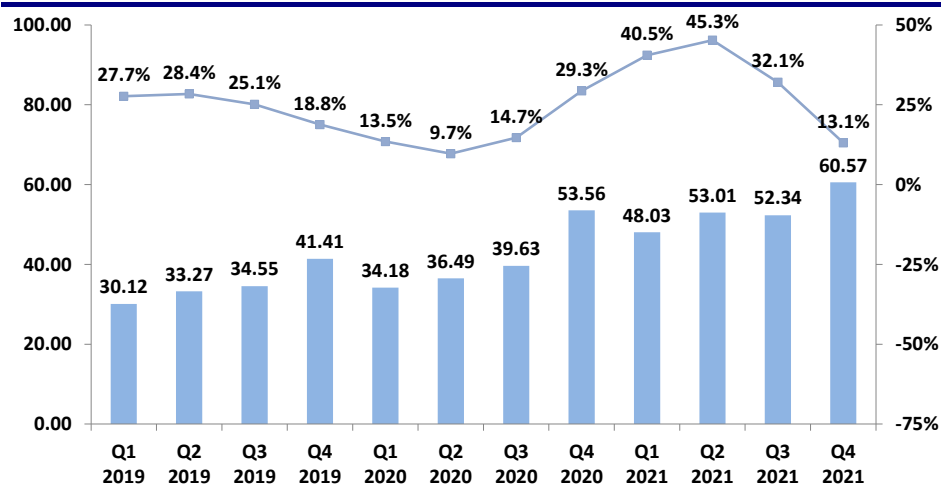
資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 4：2019Q1-2021Q4 全球 ARPU（美元）



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 5：2019Q1-2021Q4 北美地區 ARPU（美元）



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 6：DCF 估值模型

	高速成長期					穩定成長期					永續期
折現年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假設	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
(百萬美元)											
CFO	55,161	66,804	78,708								
自由現金流增長率		50.3%	34.3%	18.0%	15.0%	13.0%	10.0%	8.0%	5.0%	4.0%	3.0%
自由現金流量	21,161	31,804	42,708	50,395	57,954	65,488	72,037	77,800	81,690	84,958	87,506
折合至2022年的現金流量	21,161	29,098	35,749	38,595	40,607	41,982	42,251	41,748	40,106	38,161	623,903
永續期折現值											1,430,658

WACC	9.30%
長期增長率	3.0%

Valuation	
現金流折現	993,361
減：淨金融負債	(70,699)
股本價值	1,064,060
股本數量（預期）	2,859
DCF法之每股價值（美元）	372.18

資料來源：第一上海預測

主要財務報表

损益表						财务能力分析					
单位：百万美元, 财务年度：12月31日											
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
主营业务收入	85,965	117,929	134,836	158,322	180,124	盈利能力					
- 主营业务收入成本	16,692	22,649	29,664	34,831	39,627	毛利率 (%)	80.6%	80.8%	78.0%	78.0%	78.0%
毛利	69,273	95,280	105,172	123,491	140,497	EBITDA 利率 (%)	46.0%	46.4%	41.1%	43.2%	45.7%
营业开支	36,602	48,527	62,025	71,245	79,255	净利率 (%)	33.9%	33.4%	26.6%	27.5%	28.2%
- 行政管理费用	6,564	9,829	14,886	14,249	12,681	营运表现					
- 市场营销费用	11,591	14,043	18,607	22,798	25,362	行政管理费用/收入 (%)	7.6%	8.3%	11.0%	9.0%	7.0%
- 研究和开发开支	18,447	24,655	28,531	34,197	41,212	市场营销费用/收入 (%)	13.5%	11.9%	13.8%	14.4%	14.1%
营业利润	32,671	46,753	43,148	52,246	61,242	研究和开发费用/收入 (%)	21.5%	20.9%	21.2%	21.6%	22.9%
- 利息支出	0	0	0	0	0	实际税率 (%)	12.2%	16.7%	16.7%	16.7%	17.0%
- 营业外亏损净额	(509)	(531)	0	0	0	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	33,180	47,284	43,148	52,246	61,242	应收账款天数	44.3	39.3	42.0	42.0	42.0
- 所得税支出	4,034	7,914	7,222	8,745	10,411	应付账款天数	29.5	43.6	50.0	40.0	30.0
净利润	29,146	39,370	35,926	43,502	50,831	财务状况					
折旧与摊销	6,862	7,967	12,227	16,208	21,108	总负债/总资产	19.5%	24.8%	20.1%	16.3%	13.3%
主营业务增长 (%)	22%	37%	14%	17%	14%	收入/净资产	22.7%	31.5%	22.1%	20.9%	19.5%
						经营性现金流/收入	132.9%	146.5%	153.5%	153.6%	154.8%

资产负债表						现金流量表					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
+ 现金与现金等同	17,576	16,601	29,776	53,594	88,315	+ 净利润	29,146	39,370	35,926	43,502	50,831
+ 短期投资	44,378	31,397	31,397	31,397	31,397	+ 折旧、摊销	6,862	7,967	12,227	16,208	21,108
+ 应收账款与票据	11,335	14,039	16,992	19,444	22,009	+ 其他调整	4,901	10,238	10,000	10,000	10,000
+ 其他流动资产	2,381	4,629	4,629	4,629	4,629	+ 非现金运营资本变动	(2,162)	108	(2,992)	(2,906)	(3,232)
总计流动资产	75,670	66,666	82,794	109,064	146,351	经营活动现金流量	38,747	57,683	55,161	66,804	78,708
+ 长期投资与应收						+ 固定及无形资产变动	(15,115)	(18,567)	(34,000)	(35,000)	(36,000)
+ 总固定资产	61,051	77,889	111,889	146,889	182,889	+ 长期投资净变动	0	0	0	0	0
- 累计折旧	15,418	20,080	31,763	47,428	67,992	+ 收购与剥离净现金	(388)	(851)	0	0	0
+ 净固定资产	45,633	57,809	80,126	99,461	114,897	+ 其他投资活动	(14,520)	12,132	0	0	0
+ 商誉	19,050	19,197	19,197	19,197	19,197	投资活动现金	(30,059)	(7,570)	(34,000)	(35,000)	(36,000)
+ 总计无形资产 - 净值	623	634	90	(453)	(997)	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	8,992	9,526	9,526	9,526	9,526	+ 短期债务(偿付)所得现金	0	0	0	0	0
总计长期资产	83,646	99,321	121,094	139,886	154,778	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
总资产	159,316	165,987	203,888	248,950	301,129	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 应付账款	1,331	4,083	4,044	3,590	2,924	+ 股本增加	24	14	14	14	14
+ 其他短期负债	12,627	15,925	15,925	15,925	15,925	+ 股本回购	(6,272)	(44,537)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
总计流动负债	14,981	21,135	21,096	20,642	19,976	+ 其他融资活动	(3,440)	(5,528)	0	0	0
+ 其他长期负债	6,414	7,227	7,227	7,227	7,227	融资所得现金	(10,292)	(50,728)	(7,986)	(7,986)	(7,986)
总长期负债	16,045	19,973	19,973	19,973	19,973	现金净增减	(1,325)	(1,089)	13,175	23,818	34,722
总负债	31,026	41,108	41,069	40,615	39,949	现金剩余	17,954	16,865	29,776	53,594	88,315
总股东权益	128,290	124,879	162,819	208,335	261,180						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。