

買入

2021年10月29日

短期受隱私政策擾動，更名 Meta 全力進軍元宇宙

➤ **核心財務指標依然穩健，短期受隱私政策的負面影響：**公司核心財務指標表現依然穩健，收入環比無增長主因 1) iOS14 隱私政策的負面影響。剔除政策因素，廣告實際收入為環比正增長。短期公司積極調整演算法，減少新政對廣告效率的負面影響。長期廣告主將進一步向頭部平臺集中。2) 宏觀經濟和全球供應鏈的不確定性。3) 電商的增速較疫情期間自然回落。此外，公司將持續投入於 AI 等基礎設施的建設，進一步向元宇宙方向轉型，故雇員的增長和投資的加大將影響中短期的財務。我們認為公司核心業務護城河深厚，是全球最有可能將現實場景與元宇宙概念成功結合的公司。但考慮到目前元宇宙相關產業還在發展初期，投入產出比具備較大的不確定性，建議保持謹慎樂觀。Q3 收入同比增長 35%。廣告收入環比下降 1%。總費用 186 億美元，其中，成本同比增長 38%，主要來自於基礎設施的投資及 Quest 2 的硬體成本。淨利潤同比增長 17%。正式員工數量同比增長 20%至 68,177 人，主要為技術人才。此外，公司於 Q3 回購股份 144 億美元，並宣佈新增 500 億美元的回購計畫。最後，公司將會加大 FRL 領域的投入，預計將減少 2021 年全年約 100 億美元的運營利潤。

➤ **公司指引：**預計 Q4 收入將介於 315-340 億美元，非廣告業務收入將同比下滑，主因去年同期 Quest 2 設備的高基數。下調 2021 年全年費用指引至 700-710 億美元，此前指引為 700-730 億美元。預計 2022 年全年費用為 910-970 億美元。預計 2021 年全年資本開支為 190 億美元，接近此前指引的下限，但 2022 年公司資本開支預計將達到 290-340 億美元，主因公司將持續在人工智慧及機器學習領域投資。

➤ **四季度業績具備彈性，政策影響仍需持續關注：**廣告單價同比增長 22%，Q2 為 47%。廣告總曝光量同比增長 9%，Q2 為 6%，其中亞太地區貢獻最大。公司預計 iOS14 版本更新已基本完成，故隱私政策的負面影響在 Q4 可能不會進一步擴大，但仍需持續關注。未來公司將持續完善現有推送演算法，在加強使用者隱私安全的同時提升廣告投放的效率。值得關注的是，Q4 為傳統購物季，廣告需求量大，廣告單價較高，故短期業績具備一定的彈性。

➤ **目標價 409.48 美元，維持買入評級：**我們預計 21-23 年收入分別為 1,163.4、1,415.2 和 1,649.8 億美元，對應增速分別為 35.33%、21.65% 和 16.57%。我們下調 2021-2023 年利潤至 381.1、404.1 和 479.3 億美元，對應增速分別為 30.84%、6.24% 和 20.49%。採用 DCF 法估值，下調目標價至 409.48 美元，維持買入評級。

➤ **風險：**1) 使用者資料相關的監管風險；2) 宏觀經濟不確定；3) 新興領域進展不及預期；4) 反壟斷法。

Bohan Huang

852-25321539

Bohan.huang@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

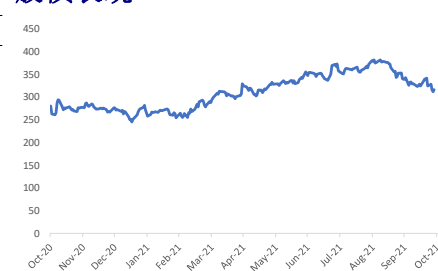
行業	TMT
股價	316.92 美元
目標價	409.48 美元 (+29.21%)
股票代碼	FB
總股本	23.66 億股
市值	8,815.95 億美元
52 周高/低	384.33 美元/244.61 美元
每股帳面值	47.75 美元
主要股東	馬克紮克伯格 12.41% Vanguard Group 6.47% Blackrock 5.51%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	19年历史	20年历史	21年预测	22年预测	23年预测
总营业收入 (美元百万元)	70,697	85,965	116,341	141,524	164,976
变动	26.61%	21.60%	35.33%	21.65%	16.57%
GAAP净利润	18,485	29,146	38,113	40,408	47,926
摊薄每股盈利	6.4	10.1	13.2	14.0	16.9
变动	-15.06%	56.92%	30.84%	6.24%	20.49%
基于316.92美元的市盈率 (估)	49.3	31.4	24.0	22.6	18.8
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

核心財務指標依然穩健，短期受隱私政策的負面影響

核心指標表現穩健，主要影響來自 iOS14 隱私政策及宏觀經濟不確定性

本季度公司核心財務指標表現依然穩健，收入環比無增長主要因為 1) 來自蘋果 iOS14 隱私政策的負面影響。剔除政策因素，Q3 廣告實際收入為環比正增長。短期來看，公司在積極調整演算法，減少新政對廣告效率的負面影響。長期來看，新政下廣告主將進一步向頭部平臺集中。2) 宏觀經濟和全球供應鏈的不確定性削弱了部分廣告主的需求。3) Q3 電商市場的增速較疫情期間的高速增長有所放緩。

此外，公司釋放積極信號，將持續投入於人工智慧、機器學習等基礎設施的建設，進一步向元宇宙方向轉型。短期，雇員人數的增長和投資的加大將拉低中短期的利潤和現金流水平。我們認為公司核心業務護城河深厚，是全球最有可能將現實場景與元宇宙概念成功結合的公司。但考慮到目前元宇宙相關產業還在發展初期，投入產出比具備較大的不確定性，建議保持謹慎樂觀。

收入 YoY+35%

2021Q3 公司實現收入 290 億美元，同比增長 35%。廣告收入 283 億美元，環比下降 1%，同比增長 33%。其他收入 7.3 億美元，同比增長 195%，主要來自 Quest 2 強勁的銷售表現。

淨利潤 YoY+17%

總費用 186 億美元，其中，成本同比增長 38%，主要來自核心基礎設施投資及 Quest 2 硬體成本。研發費用同比增長 33%，銷售和管理費用分別同比增長 32% 和 65%。本季度，正式員工數量同比增長 20% 至 68,177 人，主要集中在技術領域。GAAP 運營利潤 104 億美元，同比增長 30%。GAAP 運營利潤率 36%，去年同期為 37%。淨利潤 92 億美元，同比增長 17%。此外，公司於 Q3 回購 144 億美元的股票，並宣佈新增 500 億美元的回購計畫。

公司將於 Q4 分拆 Facebook Reality Labs (FRL) 部分的收入，主要包含 AR/VR 相關的硬體、軟體及內容收入。此外，公司將會加大 FRL 領域的投入，預計將減少 2021 年全年約 100 億美元的運營利潤。

公司指引

公司指引：預計 Q4 收入將介於 315-340 億美元，非廣告業務收入將同比下滑，主因去年同期 Quest 2 設備的高基數。

公司下調 2021 年全年費用指引至 700-710 億美元，此前指引為 700-730 億美元。同時，公司預計 2022 年全年費用指引將達到 910-970 億美元，主要為雇員人數的增長及基礎設施相關的投資。

公司預計 2021 年全年資本開支將達到 190 億美元，達到此前指引的下限，但 2022 年公司資本開支將達到 290-340 億美元，主因公司將持續在人工智慧及機器學習領域投資。

此外，公司預計第四季度綜合稅率將介於 15-20%，同時預計 2022 年綜合稅率將與 2021 年基本一致。

四季度業績具備彈性，政策影響仍需持續關注

廣告單價同比增長 22%，
總曝光量同比增長 9%

2021Q3 公司廣告單價同比增長 22%，Q2 為 47%，增速放緩主要由於 1) 蘋果 iOS14 隱私政策影響；2) 宏觀經濟不確定性加強；3) 部分地區疫情反復。廣告總曝光量同比增長 9%，Q2 為 6%，其中亞太地區貢獻最大。

公司預計 iOS14 版本更新已基本完成，故隱私政策的負面影響在 Q4 可能不會進一步擴大，但仍需持續關注。未來公司將持續完善現有推送演算法，在加強使用者隱私安全的同時提升廣告投放的效率。

此外，Q4 為傳統購物季，廣告需求量較大，廣告單價較高，故業績具備一定的彈性。

分地區來看，歐洲地區廣告收入同比增長 35%，北美地區同比增長 31%，亞太地區同比增長 28%，其他地區同比增長 86%。

用戶方面，日活用戶環比增長 2,200 萬，第二季度環比增長 3,000 萬。其中，北美地區環比增長 400 萬，亞太地區環比增長 1,700 萬，歐洲及其他地區環比基本持平。日活用戶/月活用戶保持穩定（66%）。

FB 全家桶（包括 Facebook、Instagram、Messenger 和 WhatsApp）的 MAU 達到 35.8 億，同比增 12%，DAU 達到 28.1 億，同比增 11%，較 Facebook 主 App 增速更快。

持續佈局新興領域，探尋第二增長曲線

短視頻、電商增速較快，公司持續在核心廣告業務的穩健基礎上持續佈局短視頻（Reels）、電商等領域，但中短期仍處於追趕階段。我們維持此前觀點：儘管各項新興業務增速較快，但與各自領域的競爭對手存在較大的差距，中短期仍處於追趕階段。

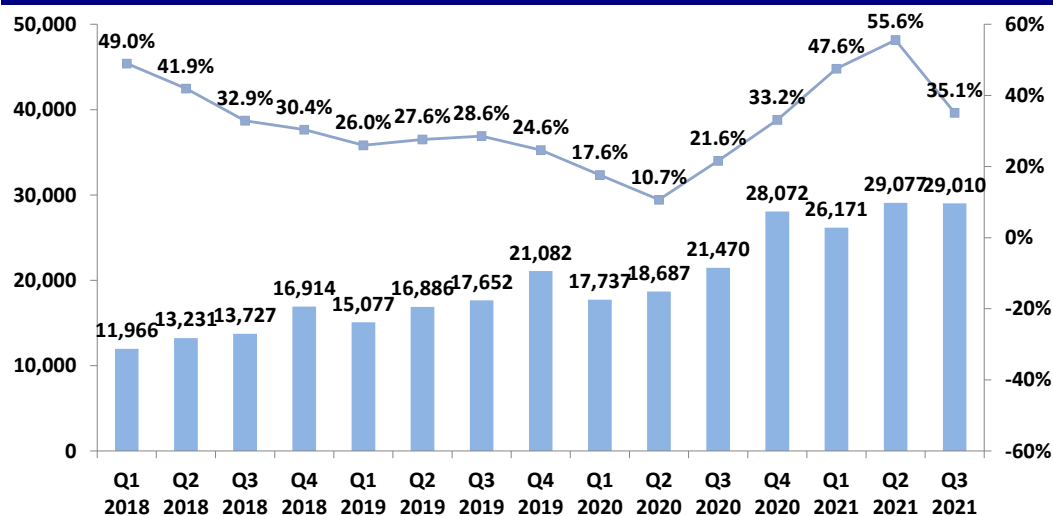
短視頻方面，Reels 目前已成為 Instagram 平臺用戶交互增長的主要驅動力，公司將持續把 Reels 打造為 Instagram 更為核心的功能。同時，面臨來自 TikTok 等平臺的競爭，公司將會把未來的發展焦點放在 18-29 歲的年輕人。

電商方面，公司持續完善 Shops 在 Facebook 和 Instagram 的功能、品類及購物體驗，同時逐漸加強用戶在社交平臺上的消費習慣。近期，公司將在 Shops 上推出首單八折和免運費等活動，同時將與沃爾瑪、梅西百貨等公司合作進行每日直播和限時促銷，以進一步吸引用戶在平臺購物。

目標價 409.48 美元，維持買入評級

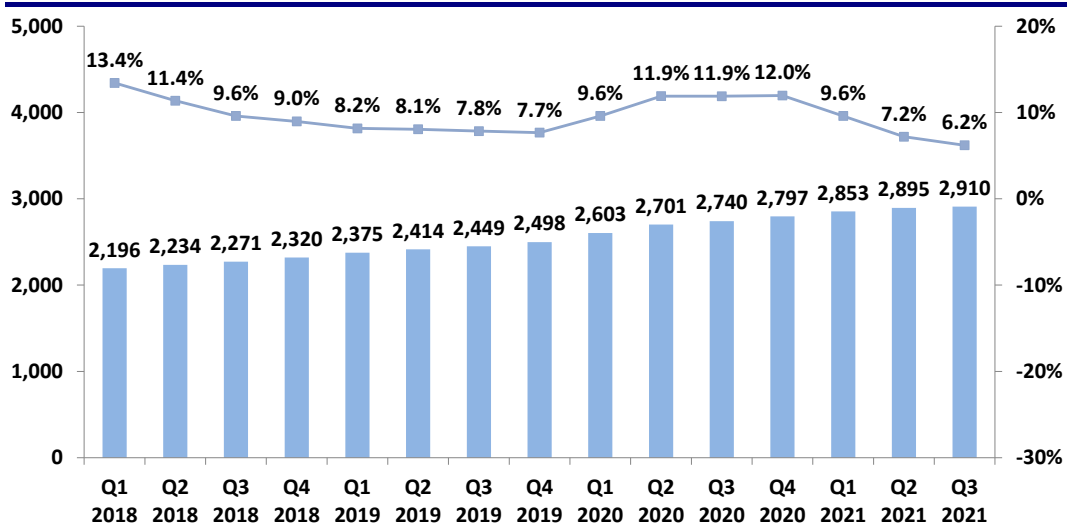
未來三年收入增速分別為 35.33%/21.65%/16.57%，我們預計 2021-2023 年收入分別為 1,163.4、1,415.2 和 1,649.8 億美元，對應增速分別為 35.33%、21.65% 和 16.57%。考慮到短期雇員、相關投資的加大將拉低公司中短期的利潤及現金流表現，我們下調 2021-2023 年利潤至 381.1、404.1 和 479.3 億美元，對應增速分別為 30.84%、6.24% 和 20.49%。採用 DCF 法估值，假設 WACC 為 9.2%，長期增長率為 3.0%，下調目標價至 409.48 美元，維持買入評級。

圖表 1：2018Q1-2021Q3 總營收（百萬美元）



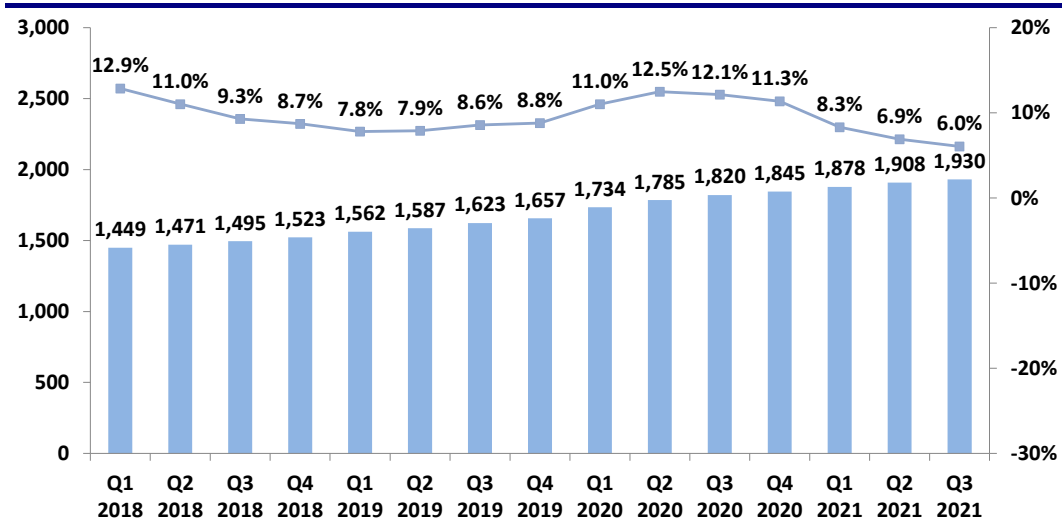
資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 2：2018Q1-2021Q3MAU（百萬人）



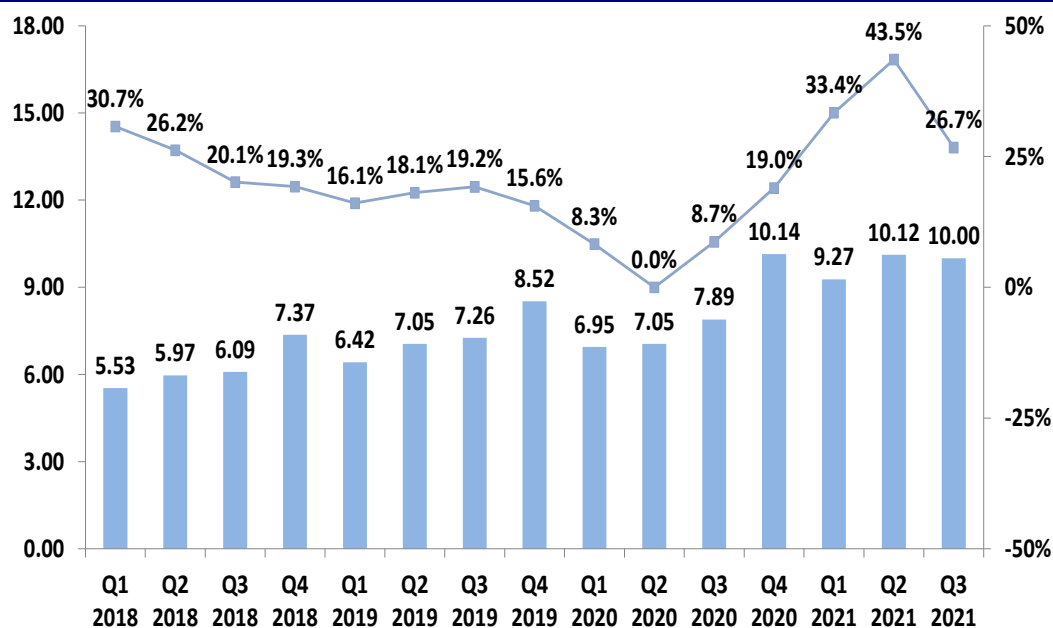
資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 3：2018Q1-2021Q3DAU（百萬人）



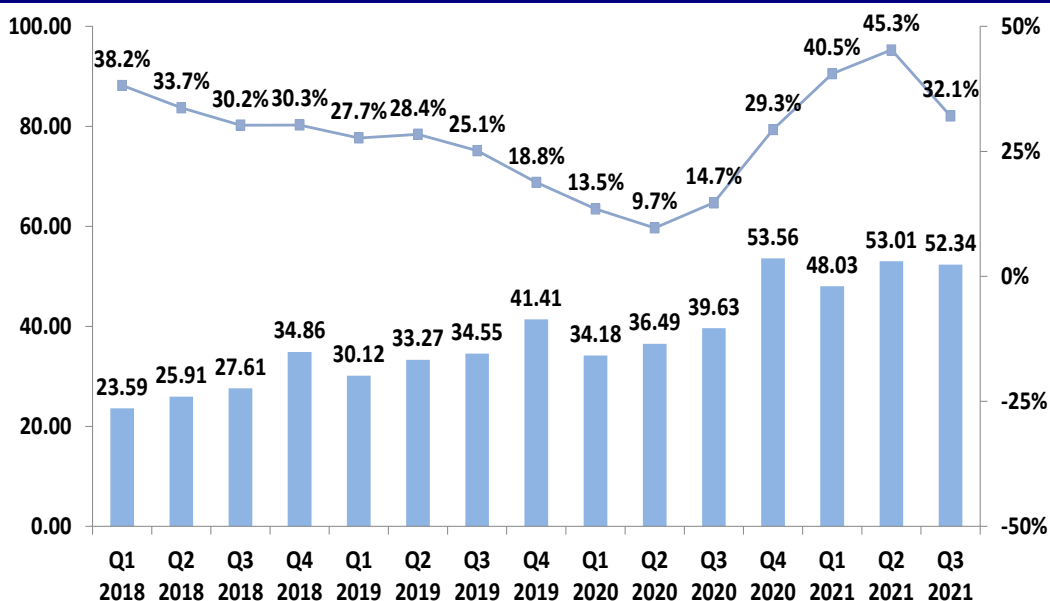
資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 4：2018Q1-2021Q3 全球 ARPU（美元）



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 5：2018Q1-2021Q3 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

折現年限	高速成長期					穩定成長期					永續期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假設	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
(百萬美元)											
CFO	52,708	60,477	69,349								
自由現金流增長率		-12.6%	23.3%	22.0%	20.0%	18.0%	16.0%	13.0%	8.0%	5.0%	3.0%
自由現金流量	33,708	29,477	36,349	44,345	53,214	62,793	72,840	82,309	88,894	93,338	96,180
折合至2021年的現金流量	33,708	26,995	30,484	34,059	37,429	40,447	42,968	44,465	43,978	42,288	708,423
永續期折現值											1,611,238

WACC	9.20%
長期增長率	3.0%

valuation	
現金流折現	1,085,243
減：淨金融負債	(96,927)
股本價值	1,182,170
股本數量（預期）	2,887
DCF法之每股價值（美元）	409.48

資料來源：第一上海預測

主要財務報表

損益表

单位：百万美元, 财务年度：12月31日

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
主营业务收入	70,697	85,965	116,341	141,524	164,976
- 主营业务收入成本	12,770	16,692	23,268	28,305	32,995
毛利	57,927	69,273	93,073	113,219	131,981
营业开支	33,941	36,602	47,700	64,535	74,239
- 行政管理费用	10,465	6,564	7,155	9,680	10,393
- 市场营销费用	9,876	11,591	14,787	20,651	24,499
- 研究和开发开支	13,600	18,447	25,758	34,204	39,347
营业利润	23,986	32,671	45,373	48,684	57,742
- 利息支出	0	0	0	0	0
- 营业外亏损净额	(826)	(509)	0	0	0
税前利润	24,812	33,180	45,373	48,684	57,742
- 所得税支出	6,327	4,034	7,260	8,276	9,816
净利润	18,485	29,146	38,113	40,408	47,926
折旧与摊销	5,741	6,862	9,409	11,420	13,544
主营业务增长 (%)	27%	22%	35%	22%	17%

财务能力分析

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	81.9%	80.6%	80.0%	80.0%	80.0%
EBITDA 利率 (%)	42.0%	46.0%	47.1%	42.5%	43.2%
净利率 (%)	26.1%	33.9%	32.8%	28.6%	29.1%
营运表现					
行政管理费用/收入 (%)	14.8%	7.6%	6.2%	6.8%	6.3%
市场营销费用/收入 (%)	14.0%	13.5%	12.7%	14.6%	14.9%
研究和开发费用/收入 (%)	19.2%	21.5%	22.1%	24.2%	23.9%
实际税率 (%)	25.5%	12.2%	16.0%	17.0%	17.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款天数	44.2	44.3	42.0	41.0	41.0
应付账款天数	31.2	29.5	31.0	31.0	31.0
财务状况					
总负债/总资产	24.2%	19.5%	16.3%	13.2%	11.3%
收入/净资产	18.3%	22.7%	22.9%	19.4%	18.5%
经营性现金流/收入	196.5%	132.9%	138.3%	149.7%	144.7%

资产负债表

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
+ 现金与现金等同	19,079	17,576	43,557	65,034	93,383
+ 短期投资	35,776	44,378	44,378	44,378	44,378
+ 应收账款与票据	9,518	11,335	15,439	16,355	20,708
+ 其他流动资产	1,852	2,381	2,381	2,381	2,381
总计流动资产	66,225	75,670	105,755	128,148	160,850
+ 长期投资与应收					
+ 总固定资产	45,986	61,051	79,778	110,778	143,778
- 累计折旧	10,663	15,418	24,576	35,745	49,038
+ 净固定资产	35,323	45,633	55,202	75,033	94,740
+ 商誉	18,715	19,050	19,050	19,050	19,050
+ 总计无形资产 - 净值	894	623	372	121	(130)
+ 其他长期资产	2,759	8,992	8,992	8,992	8,992
总计长期资产	67,151	83,646	92,964	112,545	132,000
总资产	133,376	159,316	198,720	240,693	292,850
+ 应付账款	1,363	1,331	2,621	2,187	3,418
+ 其他短期负债	12,890	12,627	12,627	12,627	12,627
总计流动负债	15,053	14,981	16,271	15,837	17,068
+ 其他长期负债	7,745	6,414	6,414	6,414	6,414
总长期负债	17,269	16,045	16,045	16,045	16,045
总负债	32,322	31,026	32,316	31,882	33,113
总股东权益	101,054	128,290	166,403	208,811	259,737

现金流量表

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
+ 净利润	18,485	29,146	38,113	40,408	47,926
+ 折旧、摊销	5,741	6,862	9,409	11,420	13,544
+ 其他调整	6,118	4,901	8,000	10,000	11,000
+ 非现金运营资本变动	5,970	(2,162)	(2,814)	(1,351)	(3,121)
经营活动现金流量	36,314	38,747	52,708	60,477	69,349
+ 固定及无形资产变动	(15,102)	(15,115)	(19,000)	(31,000)	(33,000)
+ 长期投资净变动	0	0	0	0	0
+ 收购与剥离净现金	(508)	(388)	0	0	0
+ 其他投资活动	(4,254)	(14,520)	0	0	0
投资活动现金	(19,864)	(30,059)	(19,000)	(31,000)	(33,000)
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 短期债务(偿付)所得现金	0	0	0	0	0
+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 股本增加	(223)	24	0	0	0
+ 股本回购	(4,202)	(6,272)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
+ 其他融资活动	(2,322)	(3,440)	0	0	0
融资所得现金	(7,299)	(10,292)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
现金净增减	9,155	(1,325)	25,708	21,477	28,349
现金余额	19,279	17,954	43,557	65,034	93,383

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。