

## 買入

2017年5月5日

### Facebook 2017年第一季度財報摘要及點評

- **2017年第一季度業績超預期：**Facebook 實現總收入 80.32 億美元，同比增長 49%。經營利潤為 33 億美元，經營利潤率為 41%。GAAP 淨利潤為 30.64 億美元，同比增長 76%。攤薄後 EPS 為 1.04 美元，同比增長 73%。
- **Facebook 活躍用戶增長勢頭不減：**2017 年 3 月，Facebook 的 DAU 為 12.8 億，同比增長 18%。MAU 為 19.4 億，同比增長 17%。DAU/MAU 比例大致穩定。
- **Messenger 和 WhatsApp 仍以用戶體驗為先，貨幣化為後：**首要目標為培養使用者使用其與商家溝通的習慣，未來貨幣化或通過廣告和付費內容。
- **企業廣告解決方案創新，專注提升廣告效率：**Facebook Pages 的企業用戶 MAU 已經達到 7000 萬。本季度新推出的“Collection”功能將說明廣告主在視頻和圖片下植入商品購買連結，導流使用者至相應電商平臺完成交易。
- **廣告負載接近飽和，價格仍有提升空間：**雖然 Ad Load 對收入貢獻接近飽和，但 Facebook 擁有其生態中廣告的定價權，並在近期積極推出社區幫助等新功能刺激用戶活躍度和使用時長，因此我們對其廣告收入增長保持樂觀。
- **盈利預測：**2017-2019 年，Facebook 的總收入分別為 383.10、496.88 和 618.47 億美元，CAGR 為 27%。淨利潤分別為 138.09、175.30 和 207.76 億美元，CAGR 為 23%。
- **上調目標價至 174.15 美元，維持買入評級：**我們採用 DCF 估值法，假設 WACC 為 9.4%，長期增長率為 3%，得到目標價為 174.15 美元，相當於 2017-2019 年的 PE 分別為 38、30、25 倍。該目標價對比當前股價有 15.45% 的上升空間，維持買入評級。

李倩

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

### 主要資料

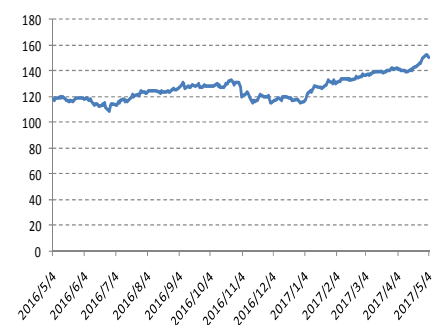
行業	TMT
股價	150.85 美元
目標價	174.15 美元 (+15.45%)
股票代碼	FB
總股本	23.65 億股
市值	4372.25 億美元
52 周高/低	153.60 美元/108.23 美元
每股帳面值	56.41 美元
主要股東	Vanguard Group (6.39%) Blackrock (5.72%) FMR LLC (5.62%) State Street Corp (3.88%) T Rowe Price Group Inc (3.09%)

### 盈利摘要

截至12月31日止財政年度	15年历史	16年历史	17年预测	18年预测	19年预测
总营业收入 (美元百万元)	17,928	27,638	38,310	49,688	61,847
变动	43.82%	54.16%	38.61%	29.70%	24.47%
Non-GAAP净利润	6,518	12,368	17,096	21,549	25,205
Non-GAAP每股盈利	2.3	4.2	5.7	7.2	8.4
变动	29.14%	85.08%	34.77%	26.05%	16.96%
基于150.85美元的市盈率 (估)	66.0	35.7	26.5	21.0	18.0
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

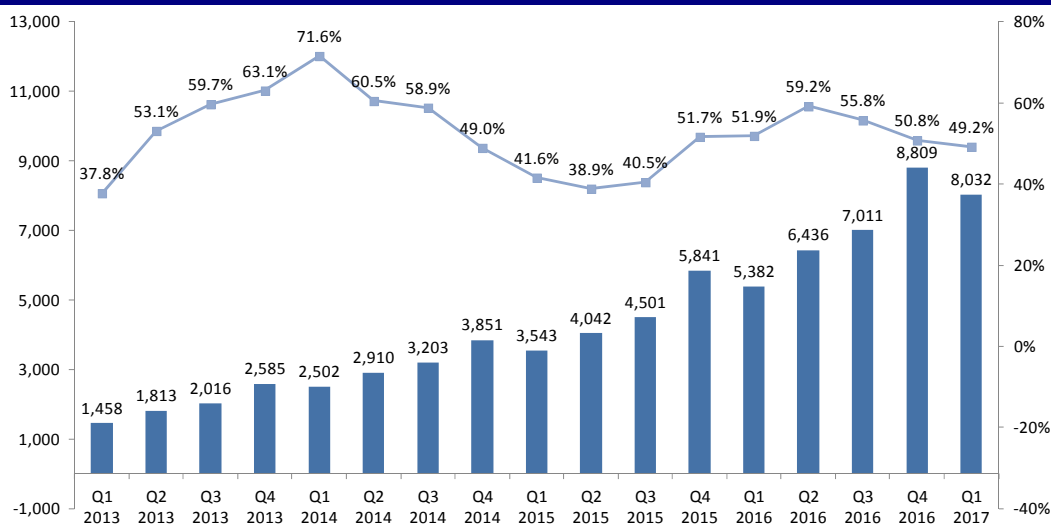
## 2017年第一季度財報摘要

2017 Q1，FACEBOOK 總收入 80.32 億美元，淨利潤 30.64 億美元

2017 年第一季度，Facebook 實現總收入 80.32 億美元，同比增長 49%，高於彭博的一致預期 78.31 億美元，也高於我們的預期 78.04 億美元。其中，廣告收入 78.57 億美元，交易及其他費用收入 1.75 億美元。經營利潤為 33 億美元，經營利潤率為 41%。GAAP 淨利潤為 30.64 億美元，同比大幅增長 76%。攤薄後 EPS 為 1.04 美元，同比大幅增長 73%。

從本季度開始，Facebook 將不再公佈 Non-GAAP 費用、收入、稅率和 EPS。

圖表 1：Facebook 2013 年至 2017 年第一季度總營收（百萬美元）



資料來源：公司資料，第一上海整理

2017 年第一季度，廣告收入 78.57 億美元，同比增長 51%。其中，歐洲和北美均同比增長了 47%，亞太地區和其他地區分別增長了 66% 和 60%。移動廣告收入 67 億美元，同比增長 58%，占總廣告收入的 85%，去年同期約為 82%。桌面端廣告收入同比增長 22%，儘管桌面端的使用出現下降。該季度，Facebook 的平均廣告單價同比增長了 14%，廣告總展現次數同比增長了 32%。

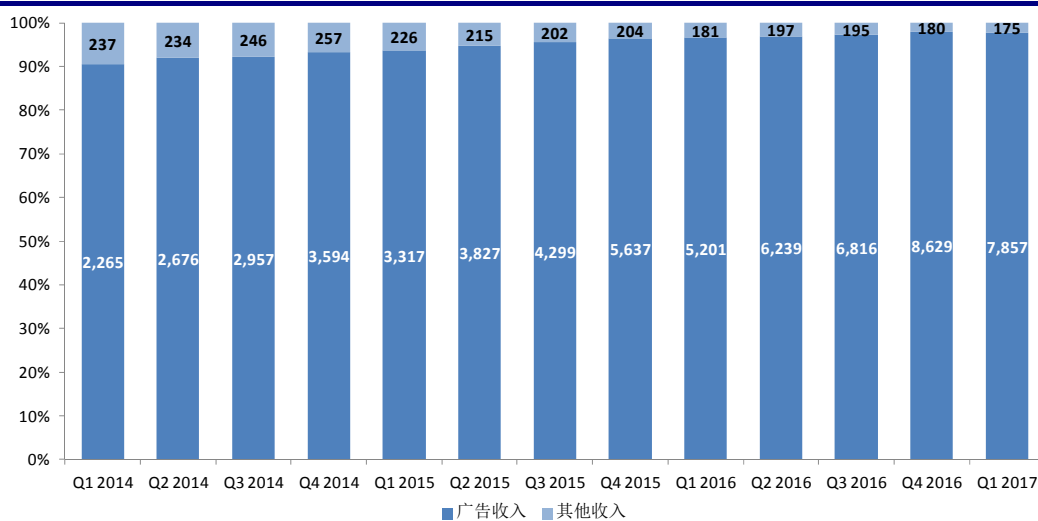
目前，全球每月共有超過 7000 萬的企業使用 Facebook Pages，超過 500 萬的企業通過 Facebook 進行廣告活動，其中包括 100 萬來自新興市場的企業。過往的經驗顯示 Facebook 的廣告主基本上都是從使用 Pages 開始的。Instagram 共有 100 萬的廣告主和 800 萬份企業簡介。

Facebook 的目標是在企業和消費者建立有意義的連接，為此，公司致力於幫助企業更好地利用移動端、推出新的廣告形式，以及使廣告更加有相關性和有效率。

Facebook 在本季度推出了新的廣告形式“Collection”，幫助廣告主在移動端通過創意性的視頻或者圖片來展示商品，並且使用商品圖片連結導流使用者至品牌網站或者 App 購買相關產品，達到提高商品最終銷售的目的。公司在 Instagram Stories 上新推出了全屏有聲廣告。

公司最近與 Media Rating Council 合作，通過系統來測量以及協力廠商來確認廣告的效果，以此來建立起廣告主的信任。

圖表 2：Facebook 2014 年至 2017 年第一季度收入分佈（百萬美元）



資料來源：公司資料，第一上海整理

2017 年 3 月，Facebook 的日均活躍用戶（DAU）為 12.8 億，同比增長 18%。月均活躍用戶（MAU）為 19.4 億，同比增長 17%。用戶黏性（DAU/MAU）為 66%。

2017 年第一季度，Facebook 的資本開支為 12.7 億美元，主要由於資料中心、伺服器、辦公室設施以及網路設施投資增加。本季度，公司位於內布拉斯加州的第九個資料中心開始動工，同時也宣佈將在丹麥建造資料中心。

2017 年第一季度，公司共有自由現金流約 38 億美元。公司共回購 A 類股票 2.28 億美元，與股權激勵行權淨結算帶來的稅收支出共花費 7.71 億美元現金。

截至 2017 年 3 月 31 日，Facebook 共有現金及其等價物、證券共計 323.1 億美元。

本季度，公司的稅率為 10%，反映了上一季度採用 ASU 2016-09 的影響。若扣除此項影響，公司的稅率會上升 9 個百分點。

2017 年第一季度，公司新增員工 1700 人，主要都是技術及招聘崗位。截至 2017 年 3 月 31 日，Facebook 共有員工 18770 人，同比增長 38%，與上一季度相比增加了 4 個百分點。

公司目前有 4500 名社區運營崗位的員工，預計明年將會在全球新增 3000 名該類崗位員工。

對於未來的收入展望，公司預計廣告收入的增速在 2017 會明顯下降，廣告負載量（Ad load）對於收入增長的貢獻將會在 2017 年下半年下降，從三季度開始，由於公司放鬆減少廣告遮罩外掛程式衝擊的努力，來自桌面端的收入增速將會下滑。

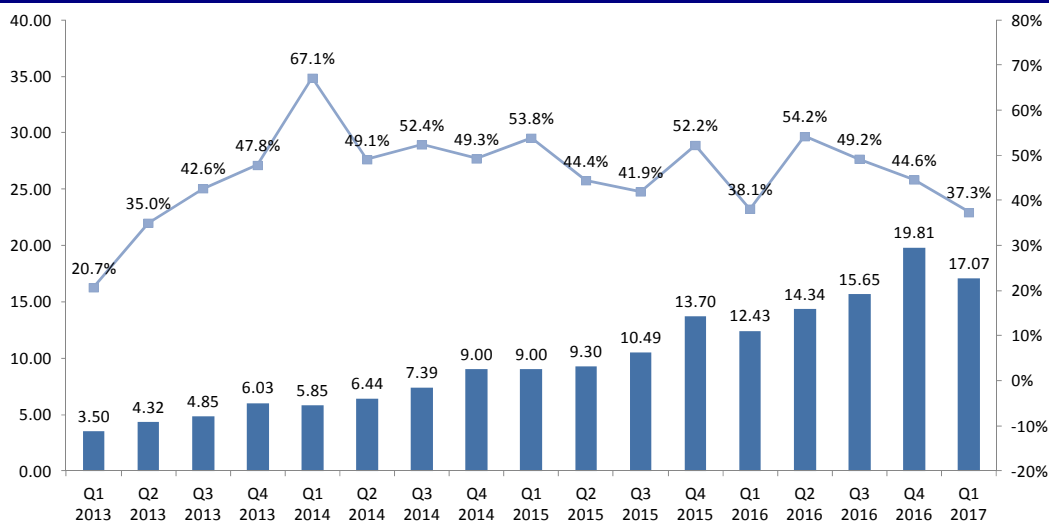
## 業績點評

### ARPU 環比雖有下滑，但仍保持持續的同比增長

各地區 ARPU 仍保持同比雙位數增長

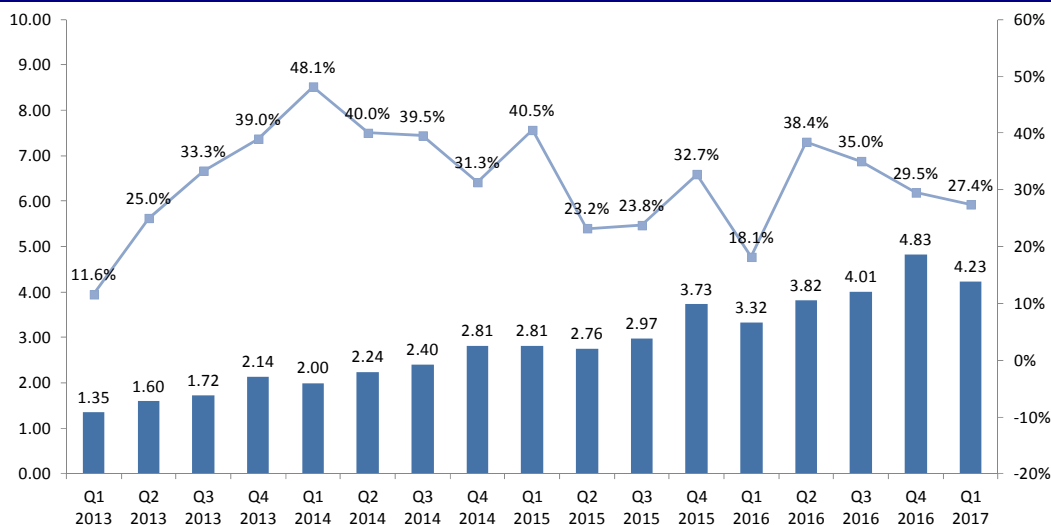
2017 年第一季度，Facebook 的每用戶平均收入（ARPU）為 4.23 美元，低於上一季度的 4.83 美元，但是同比增長了 27%。其中，北美地區為 17.07 美元，同比增長 37%；歐洲地區為 5.42 美元，同比增長 36%；亞太地區為 1.98 美元，同比增長 27%；其他地區為 1.27 美元，同比增長 40%。

圖表 3：Facebook 2013 年至 2017 年第一季度北美地區 ARPU（美元）



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 4：Facebook 2013 年至 2017 年第一季度全球 ARPU（美元）

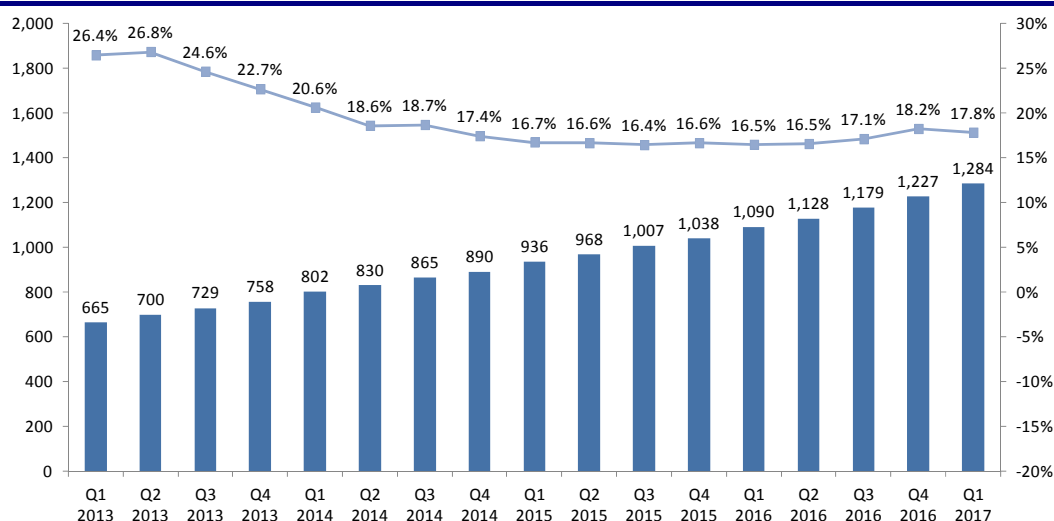


資料來源：公司資料，第一上海整理

### Facebook 活躍用戶增長仍然強勢

DAU 12.84 億，同比增長 18% 2017 年第一季度，Facebook 的 DAU 為 12.84 億，同比增長 18%。其中，北美地區為 1.82 億，同比增長 5%；歐洲地區 2.67 億，同比增長 7%；亞太地區 4.27 億，同比增長 30%；其他地區 4.08 億，同比增長 20%。

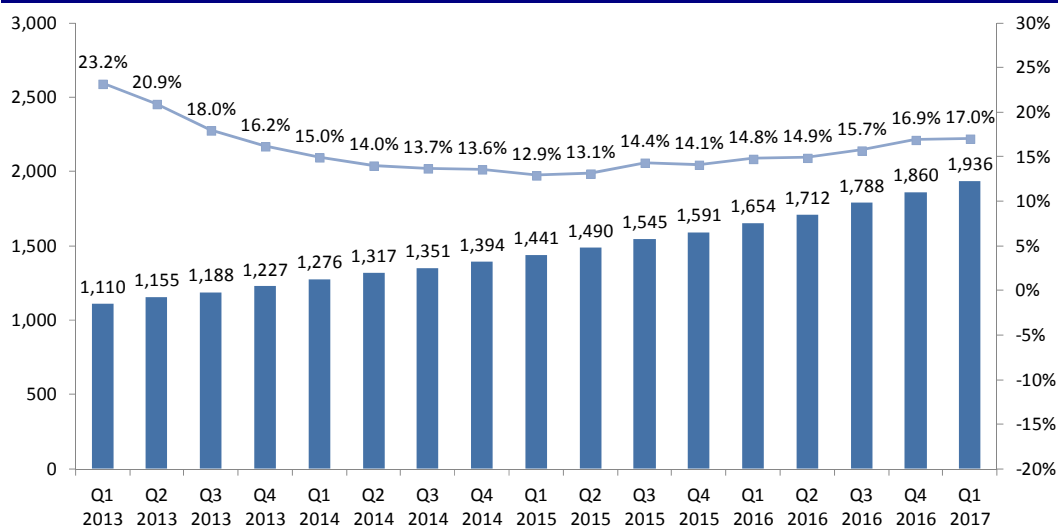
圖表 5：Facebook 2013 年至 2017 年第一季度 DAU（百萬人）



資料來源：公司資料，第一上海整理

MAU 19.36 億，同比增長 17%。2017 年第一季度，Facebook 的 MAU 為 19.36 億，同比增長 17%。其中，北美地區為 2.34 億，同比增長 5%；歐洲地區 3.54 億，同比增長 6%；亞太地區 7.16 億，同比增長 27%；其他地區 6.32 億，同比增長 19%。

圖表 6：Facebook 2013 年至 2017 年第一季度 MAU（百萬人）



資料來源：公司資料，第一上海整理

## Messenger 和 WhatsApp：廣告和付費內容或成為未來貨幣化方式

Messenger 和 WhatsApp 的首要目標為培養使用者使用其與商家溝通的習慣，如客戶服務等，改變目前使用者主要將其用於與朋友、親人等溝通交流的習慣。Messenger 和 WhatsApp 的功能進一步向微信靠攏，在加入電商相關功能後甚至體現出了阿裡旺旺的影子。

關於 Messenger 和 WhatsApp 未來的貨幣化方式，管理層提出了兩種可能：廣告和付費內容。根據國內微信的經驗來看，付費內容這種貨幣化方式可以得到大規模的應用，但是廣告這種方式則需慎重。對於 Messenger 和 WhatsApp 來說，其使用者的群體及使用目的仍然以線下熟人為主，商業化程度低，貿然引入廣告有可能損害

其用戶體驗。

我們認為，社交工具對於人與人的聯繫，還是人與商家的商業聯繫應該要有所側重、有所取捨，正如微信和阿裡旺旺自覺或者被迫地選擇了不同的側重點一樣。若按管理層的設想，培養用戶使用習慣，使用戶逐漸轉變為通過 Messenger 和 WhatsApp 來與商家聯繫，將是一個不小的挑戰。

## 廣告收入：雖然廣告負載量增速放緩，但仍有增長空間

Facebook 廣告負載量增速放緩，但活躍用戶保持增長、擁有廣告定價權，重視社區建設並推出新功能刺激用戶活躍度和使用時長，我們對其廣告收入保持樂觀

Facebook 的收入嚴重依賴於廣告收入，本季度廣告收入的占比高達 98%。其廣告收入受制於活躍用戶數、用戶使用時長、廣告負載量、平均廣告單價的限制。在去年 11 月份的一次投資者會議上，Facebook 首席財務官便對外提出預警，稱 Facebook 平臺上資訊流上的廣告數量增速已經在下降了，而本次財報會上公佈廣告總展現次數同比增長了 32%，扣除 MAU 增速 17%，Ad Load 增速大概在 15%。

本季度，移動端廣告收入占廣告收入的比重為 85%，保持平穩，顯示出 Facebook 向移動端轉型的紅利基本結束。

在活躍用戶數方面，Facebook 依然在全球保持著持續增長，尤其是來自於亞太地區和其他地區等新興市場的增長。這些市場的 ARPU 值水準較低，目前這些市場的廣告收入增長仍然受益於活躍用戶數的增長，還沒有到完全依靠 ARPU 值增長的階段，因而其未來的廣告收入仍有較大的增長空間。

在平均廣告單價方面，考慮到 Facebook 及其他產品（WhatsApp、Instagram 等）在全球社交網路的壟斷力、推出的視頻廣告產品更接近於電視廣告，以及其對於使用者資料的積累和分析能力，其對於效果廣告具有定價權。

本次財報會，Facebook 強調建設社區為其未來的重點，並推出社區幫助等新功能。社區頁面由 Facebook 普通使用者創建，並對特定話題或事件進行討論。這種以共同興趣及目的為基礎的社區，能夠有效提高用戶的使用時長和活躍度，進而提高 Facebook 的廣告收入。

綜合以上，考慮到 Facebook 具有廣告定價權、活躍用戶仍然保持增長，以及推出社區幫助等新功能刺激用戶活躍度和使用時長，我們仍然對其收入增長保持樂觀。

## 盈利預測

2017-2019 年，總收入為 383、497 和 618 億美元，CAGR 27%

我們預測，2017-2019 年，Facebook 的總收入分別為 383.10、496.88 和 618.47 億美元，同比分別增長 39%、30%和 25%，CAGR 為 27%。淨利潤分別為 138.09、175.30 和 207.76 億美元，同比分別增長 36%、27%和 19%，CAGR 為 23%。

圖表 7：2015 年至 2019 年 Facebook 盈利及預測

以百万USD计除每股	FY 2015	FY 2016	FY 2017E	FY 2018E	FY 2019E
总收入	17,928	27,638	38,310	49,688	61,847
毛利	15,061	23,849	33,138	43,030	53,621
营业利润	6,225	12,427	17,048	21,912	27,336
净利润	3,669	10,188	13,809	17,530	20,776
加权平均股数 - 摊薄	2,853	2,925	3,000	3,000	3,000
摊薄每股收益	1.29	3.49	4.60	5.84	6.93

資料來源：公司資料，第一上海預測

## 目標價至 174.15 美元，買入評級

DCF 估值：目標價 174.15 美元。我們採用 DCF 估值法，假設 WACC 為 9.4%，長期增長率為 3%，得到目標價為 174.15 美元，相當於 2017-2019 年的 PE 分別為 38、30、25 倍。該目標價對比當前股價有 15.45% 的上升空間，維持買入評級。

圖表 8: 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	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
自由現金流增長率		26.0%	23.5%	22.0%	20.0%	18.0%	15.0%	13.0%	10.0%	6.0%	3.0%
自由現金流量	12,418	15,653	19,338	23,592	28,311	33,407	38,418	43,412	47,753	50,618	52,137
折合至2025年的現金流量	12,418	14,308	16,157	18,018	19,764	21,318	22,409	23,147	23,274	22,550	362,917
永續期折現值											839,075

WACC	9.40%
長期增長率	3.0%

現金流折現	556,281
減：淨金融負債	-43,179
減：少數股東權益+合夥人權益	77,003
股本價值	522,457
股本數量（預期）	3,000
DCF法之每股價值（美元）	174.15

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30日

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
主营业务收入	17,928	27,638	38,310	49,688	61,847
- 主营业务收入成本	2,867	3,789	5,172	6,658	8,226
毛利	15,061	23,849	33,138	43,030	53,621
营业开支	8,836	11,422	16,090	21,117	26,285
- 行政管理费用	1,295	1,731	2,414	3,062	3,680
- 市场营销费用	2,725	3,772	5,471	6,969	8,411
- 研究和开发开支	4,816	5,919	8,206	11,087	14,194
营业利润	6,225	12,427	17,048	21,912	27,336
- 利息支出	23	0	0	0	0
- 营业外亏损净额	31	-91	0	0	0
税前利润	6,194	12,518	17,048	21,912	27,336
- 所得税支出	2,506	2,301	3,239	4,382	6,561
净利润	3,669	10,188	13,809	17,530	20,776
Non-GAAP 净利润	6,518	12,368	17,096	21,549	25,205
折旧与摊销	1,945	2,342	3,048	4,430	6,225
Non-GAAP EBITDA	11,130	17,987	24,096	30,842	38,561
主营业务增长 (%)	44%	54%	39%	30%	24%
Non-GAAP EBITDA 增长率 (%)	39%	62%	34%	28%	25%

## 资产负债表

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
+ 现金与现金等同	4,907	8,903	21,321	36,974	56,312
+ 短期投资	13,527	20,546	20,546	20,546	20,546
+ 应收账款与票据	2,559	3,993	5,243	6,736	8,175
+ 其他流动资产	659	959	959	959	959
总计流动资产	21,652	34,401	48,069	65,215	85,992
+ 长期投资与应收					
+ 总固定资产	7,819	11,803	19,053	28,478	39,788
- 累计折旧	2,132	3,212	5,573	9,383	15,079
+ 净固定资产	5,687	8,591	13,480	19,095	24,709
+ 商誉	18,026	18,122	18,122	18,122	18,122
+ 总计无形资产 - 净值	3,246	2,535	1,848	1,229	700
+ 其他长期资产	796	1,312	1,312	1,312	1,312
总计长期资产	27,755	30,560	34,762	39,758	44,843
总资产	49,407	64,961	82,832	104,973	130,835
+ 应付账款	196	302	364	475	562
+ 短期借款	7	0	0	0	0
+ 其他短期负债	1,722	2,573	2,573	2,573	2,573
总计流动负债	1,925	2,875	2,937	3,048	3,135
+ 长期借款	0	0	0	0	0
+ 其他长期负债	3,264	2,892	2,892	2,892	2,892
总长期负债	3,264	2,892	2,892	2,892	2,892
总负债	5,189	5,767	5,829	5,940	6,027
总股东权益	44,218	59,194	77,003	99,033	124,808

## 财务能力分析

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	84.0%	86.3%	86.5%	86.6%	86.7%
EBITDA 利率 (%)	45.6%	53.4%	52.5%	53.0%	54.3%
净利率 (%)	20.5%	36.9%	36.0%	35.3%	33.6%
Non-GAAP EBITDA 利润率	62.1%	65.1%	62.9%	62.1%	62.3%
<b>营运表现</b>					
行政管理费用/收入 (%)	7.2%	6.3%	6.3%	6.2%	6.0%
市场营销费用/收入 (%)	15.2%	13.6%	14.3%	14.0%	13.6%
研究和开发费用/收入 (%)	26.9%	21.4%	21.4%	22.3%	23.0%
实际税率 (%)	40.5%	18.4%	19.0%	20.0%	24.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款天数	43.1	43.3	44.0	44.0	44.0
应付账款天数	23.7	24.0	23.5	23.0	23.0
<b>财务状况</b>					
总负债/总资产	10.5%	8.9%	7.0%	5.7%	4.6%
收入/净资产	8.3%	17.2%	17.9%	17.7%	16.6%
经营性现金流/收入	234.4%	158.1%	142.4%	143.1%	147.5%
税前盈利对利息倍数	269.3	N/A	N/A	N/A	N/A

## 现金流量表

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
+ 净利润	3,688	10,217	13,809	17,530	20,776
+ 折旧、摊销	1,945	2,342	3,048	4,430	6,225
+ 其他调整	3,544	4,067	4,000	4,500	5,000
+ 非现金运营资本变动	-578	-518	-1,188	-1,382	-1,352
经营活动现金流量	8,599	16,108	19,668	25,078	30,648
+ 固定及无形资产变动	-2,523	-4,491	-7,250	-9,425	-11,310
+ 长期投资净变动	0	0	0	0	0
+ 收购与剥离净现金	-313	-123	0	0	0
+ 其他投资活动	-6,598	-7,125	0	0	0
投资活动现金	-9,434	-11,739	-7,250	-9,425	-11,310
+ 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	-119	-312	0	0	0
+ 股本增加	1,721	0	0	0	0
+ 股本减少	0	0	0	0	0
+ 其他融资活动	-20	2	0	0	0
融资所得现金	1,582	-310	0	0	0
现金净增减	592	3,996	12,418	15,653	19,338
现金剩余	4,907	8,903	21,321	36,974	56,312

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。