

28/10/2021

## 個股研究

### Facebook(FB)

**廣告價值獨特；元宇宙鋪路下個十年；首予「買入」評級**

**料 FB 收入保持雙位數增長** - Facebook 的業務模式非常簡單且單一，廣告收入佔其總收入超過 95%。預料 Facebook 無論是活躍用戶數、廣告負載量、新增內容形式帶來的增量廣告庫存及廣告價格長遠都是向上上升的，料 Facebook 的廣告收入未來數年仍會保持雙位數增長。

**下一代計算機平台** - 朱克柏格認為下一代的個人社交網絡形態就是元宇宙(metaverse)。目前 Facebook 投入巨資發展的種種設備都是圍繞著元宇宙的虛擬世界開展，然而這是個長遠目標，且目前硬件設備佔 Facebook 的收入只有不到 2%，暫時看不到對 Facebook 的財務有太大幫助。

**估值** - 我們首予 Facebook 「買入」評級，估值每股 474 美元。此估值是基於折現自由現金流估值模型(Discounted Free Cash Flow Valuation)所推算出來。以 2021 年 10 月 27 日每股 312.22 美元計算，潛在升幅為 51.8%。

**投資策略** - 隨著 Apple 手機對 iOS 14 的私隱設定變更，及 2021 年電子商務的增長較去年有所放緩，令 Facebook 今年第三季收入增長亦有所減慢。然而，Facebook 的廣告價值對廣告主仍然重要，而且短片內容 Reels 將會加入到 Facebook，料收入仍能保持雙位數增長。目前 Facebook 股價被低估，建議投資者現價買入。

#### 主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度(百萬美元)	2019	2020	2021E
收入	70,697	85,965	117,008
收入按年增長(%)	26.6%	21.6%	36.1%
年度淨利	18,485	29,146	39,017
年度淨利按年增長(%)	33.9%	57.7%	33.9%
經營溢利率(%)	33.9%	38.0%	39.8%
純利率(%)	26.2%	33.9%	33.4%
股東樣益回報率(%)	19.9%	25.2%	29.5%
PEV(倍)	47.0	29.8	22.3

資料來源：公司年報及致富集團研究部

買入

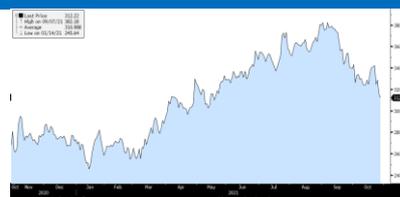
估值 474 美元

上日收市價 312.22 元

#### 公司簡介

集團是目前全球最大的互聯網社交平台，業務收入超過九成來自廣告收入。

#### 過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
FB	-8.5	1.7	16.6
S&P500	4.1	8.8	39.2

資料來源：彭博

#### 主要公司數據

52 周股價範圍	244.61 元-384.33 元
市值	8,685.2 億美元
已發行股數	27.8 億
每股帳面淨值	47.9 美元

資料來源：彭博

劉志斌 Roy, CFA, FRM  
roy\_lau@chiefgroup.com.hk

## 內容

Facebook 簡介.....	3
Facebook 重大事件.....	3
Facebook 的核心競爭力.....	4
Facebook 廣告.....	4
Facebook 廣告的獨特優勢.....	4
Facebook 新發展.....	6
下一代計算機平台.....	6
Apple 新私隱政策對 Facebook 影響.....	7
營運及財務數據分析.....	9
Facebook 業務單一；收入料保持雙位增長.....	9
研發成本續升；限制超高淨利率.....	12
多產少債；資產負債表極度健康.....	13
極好商業模式.....	15
盈利質量高.....	16
預測及估值.....	17

## Facebook 簡介

Facebook 集團是目前全球最大的互聯網社交平台，截至 2021 年第三季每日活躍用戶人數(DAU)高達 19.3 億人，每月活躍用戶人數(MAU)則高達 29.1 億人。除了 Facebook 應用程式，集團亦擁有 Instagram、Messenger 及 WhatsApp 應用程式，所有應用程式的每日活躍用戶人數高達 28.1 億人，每月活躍用戶人數則高達 35.8 億人。

## Facebook 重大事件

### 誕生

Facebook 網站由朱克柏格等人於 2004 年 2 月 4 日創立。Facebook 自身並沒有內容，內容都是由用戶自己上載，它只是一個程式將用戶的社交圈子聯繫在一起。Facebook 最初只服務於哈佛大學學生，用戶必需以哈佛大學的電郵地址註冊，而且登錄者必需使用真實姓名，這個做法奠定了 Facebook 的真人社交平台基礎，與當時流行的匿名社交平台 Friendster 和 Myspace 有著根本區別。真人社交亦為 Facebook 日後的網絡效應及廣告價值有著不可比擬的重要性。

Facebook 於哈佛剛開啟服務已經廣受用戶歡迎，隨後於 2004 年 2 月底向哥倫比亞大學、史丹福大學等常春藤大學開放，最後向所有大學開放。由於最初一批的哈佛用戶與這些大學學生在現實中有著社交關係，在網絡效應底下，Facebook 於這些大學亦大受歡迎。

### 擴大用戶群

對於擴大用戶群，Facebook 當時處境跟現在很多垂直平台一樣，既希望擴大用戶群，但又怕會破壞平台的原有特色，得罪現有用戶。當時 Facebook 管理層憂慮對高中生開放會影響現有大學生用戶體驗，破壞 Facebook 在大學生的聲譽。因此，最初 Facebook 的高中生用戶是看不到大學生用戶的個人空間的，兩邊獨立運營。然而最後由於朱克柏格的堅持，Facebook 將群組合併，所有用戶可以自由聯繫。

隨後，Facebook 將服務開放予職場人士，吸收成年人用戶，但成績不太理想。然而，朱克柏格抵住壓力，認為 Facebook 需要走出學生圈子，成為服務所有人的社交平台。2006 年 9 月，Facebook 決定對所有人開放註冊，最後證明大獲成功。

### 首次上市

Facebook 於 2012 年 5 月 18 日通過 IPO 在納斯達克上市，以每股 38 美元定價。集資當中有 57.27%是出售舊股，只有 42.73%是新股集資，因此集資額只有約 68 億美元。招股書上表明此次集資並無特別用途，主要是為原有投資者提供一次有序變現機會。

## 收購 Instagram、WhatsApp

Facebook 於 2012 年 4 月 10 日，以 10 億美元收購 Instagram，及於 2014 年 2 月 19 日，以 190 億美元及股票收購 WhatsApp。兩次重大收購的時間都是正值 PC 互聯網轉向移動互聯網的大潮流，用戶的使用互聯網習慣亦變得相當不同。雖然 Facebook 依仗網絡效應擁有無可置疑的競爭優勢，根本不懼怕同類的社交平台。但是原先 Facebook 是為 PC 而設計，用戶在手機 Facebook 的體驗最初並未完善，而 Instagram 及 WhatsApp 則完全是基於移動互聯網的產品，用戶體驗優於 Facebook，用戶增長速度亦非常快。因此 Facebook 願意出高價收購 Instagram 及 WhatsApp，以免在移動互聯網時代落後。

## Facebook 的核心競爭力

### 網絡效應

Facebook 幾乎壟斷了全球(除中國大陸外)大部分地區的互聯網個人社交網絡。同類的社交平台新加入者，就算是產品設計、用戶體驗等各方面都比 Facebook 優勝亦難以打入這一市場。原因是個人社交平台對於用戶的價值會隨著用戶的親朋好友加入而提升，新社交平台難以於短時間內吸引用戶所有的親朋好友轉移到新社交平台，因此新社交平台難以撼動 Facebook 的優勢。

### 高轉換成本

隨著用戶使用 Facebook 的時間愈長，用戶在 Facebook 內已建立大量的社交關係及積累了大量的相片、帖子、分享、留言等個人內容。假若用戶轉用另外一個社交平台，上述於 Facebook 建立的大量社交關係及個人內容將不能帶到新的社交平台，轉換成本十分高。

## Facebook 廣告

若形容 Facebook 是一家廣告公司絕不為過，因為 Facebook 超過九成的收入均來自廣告收入。而 Facebook 的廣告有別於線上的橫幅廣告(banner ads)、搜尋廣告及其他所有的線下廣告包括電視、電台、紙媒，令 Facebook 廣告對廣告主有獨特的價值。

### Facebook 廣告的獨特優勢

#### 用戶數據

傳統廣告一般不能準確定位廣告主想要的目標群眾，但 Facebook 能夠為廣告主提供此服務。Facebook 擁有用戶的大量個人數據，例如性別、地區、社交網絡、興趣、之前讚好或留言過的帖子、甚至是 Facebook 站外到過的網址歷史。

Facebook 能夠為廣告主提供多種定向選擇，例如：

地域定向，廣告主能夠選擇目標用戶的地區所在。

人口定向，廣告主能夠選擇目標用戶的年齡、性別、教育程度等。

行為定向，廣告主能夠選擇目標用戶是否曾經讚好過廣告主的專頁、曾經互動過的消費者等活動。

新客推薦定向，Facebook 能夠根據讚好廣告主專頁的用戶特性，結合 Facebook 的豐富數據，為廣告主找到行為相似的潛在客戶。

### 互動性

有別於一般的線上、線下廣告，用戶能夠對 Facebook 的廣告讚好、回應及分享。這樣的實時互動，能夠令廣告主從多角度收集目標用戶的即時反應，而且能夠即時解答用戶的問題，增加最終的轉化率。分享功能亦能令廣告有機會大幅觸及其他用戶。

### 操作簡單

於 Facebook 投放廣告，操作非常簡單，廣告製作亦不一定要美侖美奐，加上廣告預算可低至 1 美元，令到大量預算有限的廣告主能夠於 Facebook 投放廣告。朱克柏格曾於 2020 年第三季業績會上透露，Facebook 現時有超過 1,000 萬個活躍廣告主使用它們的服務，數量龐大。

### 保護用戶體驗

以廣告為盈利手段的最大矛盾是廣告會損害用戶體驗，令用戶有機會不再使用該產品。而 Facebook 的廣告是以原生廣告的形式出現，大大減低了用戶體驗的傷害。所謂原生廣告就是廣告以普通的內容帖子形式出現，排列於真正帖子之中，看起來與普通內容帖子相似，令人沒有違和感。

另外，Facebook 廣告的競價機制除投標價外，加入了相關性及品質要求，廣告主為了用最少的投標價得到顯示廣告機會，會盡力令廣告定位精準及吸引，提高點擊率及相關性，為用戶帶來更好體驗。

## 我們依據每則廣告的「總價值」來進行廣告排名



資料來源：Facebook 網頁

## Facebook 新發展

### 下一代計算機平台

Facebook 一直以來是一家軟件公司，為甚麼要自己發展下一代計算機平台硬件呢？主要有兩個原因，第一個原因是危機感，當年由 PC 互聯網轉移至移動互聯網是一個用戶體驗革命，稍一不慎，Facebook 就會被時代淘汰。因此當時 Facebook 不惜出高價收購 Instagram 及 WhatsApp，爭取了一些時間將 PC Facebook 移植去移動互聯網。因此朱克柏格非常關注下一代的個人社交網絡形態，而他認為下一代形態就是元宇宙(metaverse)。

元宇宙是一個接近真實的數碼虛擬世界，一個包羅萬有的生態圈，甚至有自己的經濟系統。元宇宙與目前互聯網世界最大的區別在於，用戶能夠有置身其中的感覺。在元宇宙，用戶可以像在真實世界一般與朋友聊天、玩遊戲，甚至可以工作、開會及創作。而要實現元宇宙，虛擬實境 VR 及擴增實境 AR 是重要的計算機平台。

另一個 Facebook 要發展下一代計算機平台的原因是朱克柏格愈來愈視手機品牌為競爭對手，尤其是 Apple (APPL)。因為 Apple 的收益愈來愈依賴於自家的應用程式，而由於 Apple 手機是移動互聯網用戶的第一入口，Apple 會有很大誘因利用它手機平台的優勢來偏袒自家應用程式。因此，為避免受制於第一入口的硬件，朱克柏格認為 Facebook 要自己發展下一代計算機平台，控制第一入口。

由於上述原因，Facebook 於 2014 年 3 月以 20 億美元收購創辦僅兩年的 VR 頭戴設備創業公司 Oculus。目前最新的產品為 Oculus Quest 2，是一款一體化的 VR 頭戴式裝置，並不需要連線電腦就可以獨立使用，而價格則是入門級數，希望令更多人使用，嘗試沉浸式的 VR 體驗。另外，Quest 2 亦是一個計算機平台，目前有超過 60 個軟體發展商於 Quest 2 發布軟體，令 Quest 2 成為愈來愈豐富的生態圈。



Quest 2 產品

除 Quest 2，Facebook 最新與眼鏡品牌 Ray-Ban 推出了一款智慧眼鏡 Ray-Ban Stories，兩側鏡框各置一個鏡頭，可以第一身角度拍片或錄像；此外，眼鏡還可透過兩側鏡架播放聲音，用戶可以接聽電話或音樂，並同時可從鏡架上的觸控板直接操控音樂、拍片或錄像。



RAY-BAN STORIES

Facebook 發展的種種設備都是圍繞著元宇宙的虛擬世界開展，最終希望用戶能於各種設備輕易進入元宇宙，然而這是個長遠目標，且目前硬件設備佔 Facebook 的收入只有不到 2%，暫時看不到對 Facebook 的財務有太大幫助。

## Apple 新私隱政策對 Facebook 影響

近年互聯網用戶愈來愈重視自己的網絡私隱，在此背景下，Apple 於 2020 年 6 月宣布將在 iOS 14 中，導入「應用程式追蹤透明度」(App Tracking Transparency，簡稱 ATT)架構。ATT 架構下，每個應用程式(包括 Facebook)都必須事先問准用戶的同意，才可以搜集該用戶的「廣告識別碼」(IDFA)<sup>1</sup>。



iOS 用戶會看到的提示

<sup>1</sup> 「廣告識別碼」(IDFA) 是一項 Apple iOS 功能，可用來識別使用者的行動裝置，應用程式可透過 IDFA 獲得用戶的網絡行為數據。

如果用戶要求 App 不要追蹤，則 Apple 將禁止該 App 收集大部分的用戶數據。對比過往 iOS，用戶默認設定為批准 App 可以追蹤用戶 IDFA，今次的轉變，預料會有大比例的用戶將拒絕 App 追蹤自己的 IDFA。

Apple 今次對用戶私隱設定的改動無疑會影響 Facebook 的廣告業務。過往由於 Facebook 可以獲取用戶於廣告主的網站或 App 內的行為數據，擁有網站或 App 的廣告主於 Facebook 投放廣告後，Facebook 可以迅速生成分析報告，內容包括用戶瀏覽或點擊廣告後，該用戶於廣告主的網站或 App 內安裝應用程式、瀏覽過的商品、完成購物等轉換數據，對廣告主的成效分析有很大幫助。然而，ATT 生效後，成效分析報告無法即時生成、資料更少、會低估了 Facebook 的廣告成效、廣告亦難以優化，而且廣告主的廣告自訂受眾規模亦會變少，很大程度拖低廣告主對廣告的投資回報率(ROI)。

因應 iOS 14 對私隱設定的改動，Facebook 開始利用彙總事件成效衡量(Aggregated Events Management)來應對，主要的目的是希望可以用更少的數據改善廣告主的廣告成效。另一個應對的方式是增加 Facebook 的內在商業元素，例如商家可以直接在 Facebook 內建立商店，展示商品，在北美地區的用戶更可以在 Facebook 內直接完成購買。Facebook 現在與眾多 SaaS 公司，例如 Shopify 聯手，來豐富 Facebook 的內在商業生態。

事實上除了 Apple 自家的廣告系統，所有互聯網廣告系統都遭受今次 iOS 14 改動的負面影響，相對地 Facebook 的廣告成效對大部分廣告主仍然是非常有價值。Facebook 認為 iOS 14 改動對其廣告業務會有一定衝擊，但長遠會處理得到。由於 iOS 14 的改動只是今年才開始，對 Facebook 2021 年中期業績還未有很大影響，第三季開始影響才陸續浮現，因此還有待觀察。

## 營運及財務數據分析

### Facebook 業務單一；收入料保持雙位數增長

圖表 1：2016 至 2021 首三季集團收入結構



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 2：2016 至 2021 首三季集團收入及增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

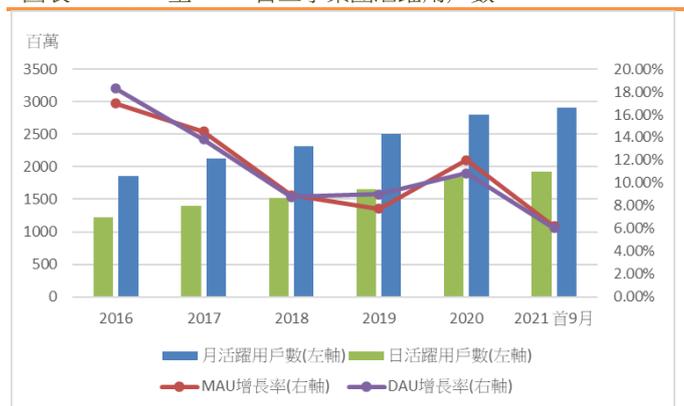
Facebook 的業務模式非常簡單且單一，我們從圖表 1 可見，Facebook 幾乎所有收入均來自廣告業務。截至 2021 年第三季，Facebook 廣告收入佔總收入高達 97.7%，而其他收入主要包括上文提到的 Oculus Quest 2 等消費品及來自 Facebook 支付系統的一些收費。不過 Facebook 表示，為了更清晰表達集團的業務，將於 2021 年第四季開始獨立拆出 Facebook Reality Labs(主要負責 VR、AR 業務)的財務表現，包括收入及經營溢利。

至於 Facebook 的收入歷年保持高速增長，由上市至今年第三季仍保有雙位數增長，但近年有放緩跡象。圖表 2 顯示，Facebook 的收入增長由 2016 年的 54.2% 一直放緩至 2020 年的 21.6%，但 2021 年首三季收入增長則大幅反彈至 45.5% 至 842.6 億美元。

要了解 Facebook 的收入變動，我們可以從它的兩大驅動因素入手，分別為廣告展示數目及廣告價格。事實上，Facebook 的廣告收入變動基本上就是廣告展示數目變動及廣告價格變動的乘積。

**圖表 3：2016 至 2021 首三季集團廣告數目及價格增長率**


資料來源：公司年報、致富集團研究部

**圖表 4：2016 至 2021 首三季集團活躍用戶數**


資料來源：公司年報、致富集團研究部

## 廣告展示數目

圖表 3 顯示最近五年，Facebook 的廣告展示數目基本保持按年雙位數增長。然而於今年首三季，Facebook 的廣告展示數目按年增長只有 9%，大幅低於 2020 年的 34%。我們相信今年首三季的較低增長率，是由於 2020 年的疫情關係，令 Facebook 的用戶時長意外大幅增加，而導致高基數效應，令今年廣告展示數目增長放緩。

放眼於未來，Facebook 的廣告展示數目增長主要靠 Facebook 的活躍用戶數、廣告負載量及新增內容形式驅動。

## Facebook 的活躍用戶數

截至 2020 年第三季，Facebook 的月活及日活躍用戶數按年增長分別為 6.2% 及 6.0%。由圖表 4 可見，Facebook 的活躍用戶數按年增長率，無論是月活或日活數，都已經由之前的雙位數增長降至目前的單位數增長，只是由於疫情，2020 年出現一次性的雙位數增幅。畢竟 Facebook 的月活數及日活數已經分別達到 29.1 億人及 19.3 億人的高水平，要求它依然保持高速增長是不現實的。

目前 Facebook 於北美地區及歐洲的月活躍用戶人數已經接近飽和，2021 年第三季，同樣按年只增長 2.4%。Facebook 月活躍用戶人數主要增長地區為亞太地區，同期按年增長 9.6%，而其餘地區則按年增長 4.7%。

## 廣告負載量(Ad Load)

廣告負載量可以簡單理解為廣告的密度，是用來衡量每個用戶見到廣告及正常帖子的比例程度。Facebook 於不同的地區有不同的廣告負載量，甚至不同用戶都有可能有不同的廣告負載量。通常來說，Facebook 發展得愈成熟的地區，廣告負載量愈高，例如歐美地區的廣告負載量就會比亞太地區高。以香港為例，據觀察

所得，Facebook 平均每三個帖子會出現一個廣告，已經算是非常高的比例，如果再提高有機會會嚴重影響用戶體驗。因此我們相信歐美地區的廣告負載量已經很難再推高，整體的廣告負載量要靠亞太地區及其餘地區提高。

除了提高廣告負載量外，Facebook 還可以增加其他內容形式的廣告庫存，以增加廣告展示數目。例如 Facebook 除了動態新聞(New Feeds)外，亦增加了影片(Watch)及限時動態(Story)等不同的內容形式，均可插入廣告，增加廣告庫存。而最新的內容形式為類似於抖音的沉浸式短片(Reels)，此內容形式首先於 Instagram 開展，於今年 9 月份正式登陸美國地區的 Facebook，預期可增加 Facebook 的廣告庫存。

綜合上述因素，無論是活躍用戶數、廣告負載量及新增內容形式帶來的增量廣告庫存長遠都是向上上升的。雖然活躍用戶數及廣告負載量增長開始放緩，但 Facebook Reels 將會帶來的廣告庫存增加仍然值得期待，我們相信 Facebook 的廣告展示數目增長未來數年仍會有雙位數增長。

## 廣告價格

Facebook 的廣告價格受多種因素所影響，其中包括宏觀經濟、廣告的不同內容展示形式(例如圖片、影片)、不同地區的廣告投放、Facebook 的廣告庫存的供應與需求等。從圖表 3 所見，Facebook 的廣告價格增長率比較波動，有正有負，都因應當年不同的情況有所不同。例如 2019 年廣告價格回落是因為較低價格的 Story 廣告庫存增加及較低廣告價格地區的廣告收入上升所致；而 2020 年的價格下跌，就是因為新冠疫情的影響，令全球整體的廣告需下降所致。

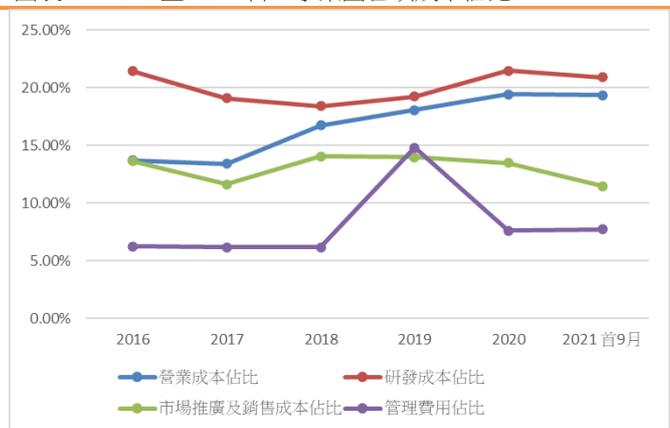
然而由於上文提到的 Facebook 廣告的獨特競爭優勢，預料需求會持續增長，大體可以預測 Facebook 的廣告價格長遠向上。

另外，有一個有趣的現象，就是 Facebook 的廣告價格增長率與廣告展示數目增長率有此消彼長的現象，有可能是因為當廣告展示數目增長的時候，表示廣告庫存的供應增多，因此價格的上升有所限制；相反，當廣告展示數目增長放緩時，由於廣告主競爭廣告展示位，廣告價格得而較快上升。

綜合廣告展示數目的增長及廣告價格的增長，我們預料 Facebook 的廣告收入未來數年仍會保持雙位數增長。

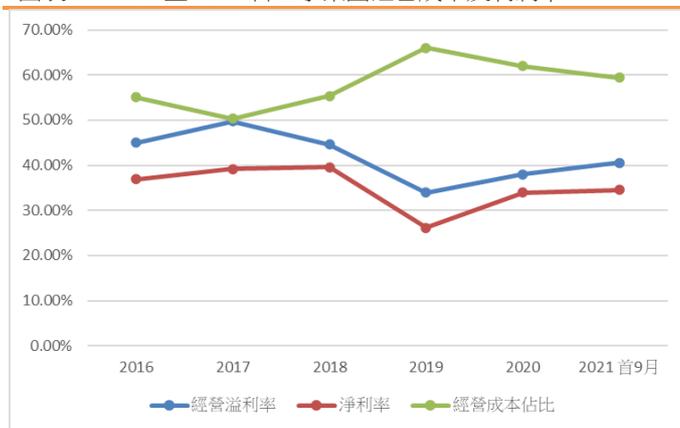
## 研發成本續升；限制超高淨利率

圖表 5：2016 至 2021 首三季集團各項成本佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 6：2016 至 2021 首三季集團經營成本及利潤率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

Facebook 的經營成本包括營業成本、研發成本、市場推廣成本及管理費用。

### 營業成本

Facebook 的營業成本相對有限，截至 2021 年第三季，為 163.0 億美元，佔收入達 19.4%，換言之 Facebook 的毛利率高達 80.6%。Facebook 的營業成本主要用於數據中心及基礎建設的營運成本，例如同伺服器、辦公室的折舊、營運員工的薪酬及頻寬成本等，另外亦包括 Oculus Quest 2 等消費品的成本。從圖表 5 來看，營業成本佔收入比例近年有向上趨勢。

### 研發成本

Facebook 的研發成本是各項成本中佔收入比例最高的一項，截至 2021 年第三季，為 176.1 億美元，佔收入達 20.9%。研發成本主要是負責開發及改良現產品的人員成本，形式包括薪酬、花紅及股權補償等。從圖表 5 來看，研發成本佔收入比例近年有輕微向上趨勢。

### 市場推廣成本

Facebook 的市場推廣成本截至 2021 年第三季，為 96.6 億美元，佔收入為 11.5%，其開支主要用於負責銷售、推廣、業務發展及客戶服務的人員成本。從圖表 5 來看，市場推廣成本佔收入比例近年呈現向下趨勢。

## 管理費用

Facebook 的管理費用截至 2021 年第三季，為 65.2 億美元，佔收入為 7.7%，其開支主要用於負責法律、財務、人力資源、企業傳訊等業務的人員成本。從圖表 5 來看，除了 2019 年外，管理費用佔收入比例大致保持在 7% 至 8%。2019 年突出的管理費用主要是因為 Facebook 與美國聯邦貿易委員會 (FTC) 就有關 Facebook 的用戶數據被劍橋分析公司濫用而被罰 50 億美元，若撇除此等罰款，2019 年的管理費用佔收入為 7.7%。

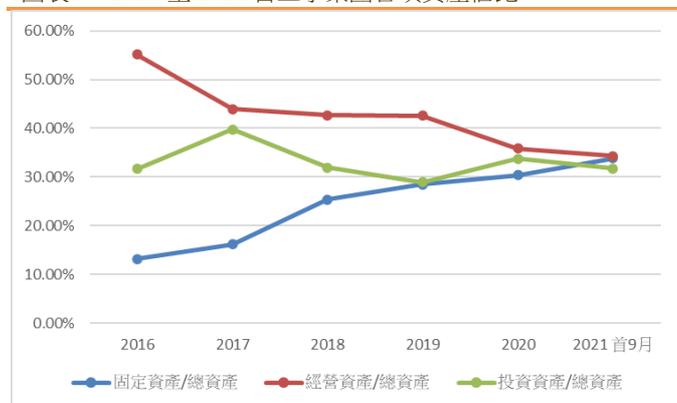
圖表 6 顯示，Facebook 的總經營成本佔比從 2017 年的 50.3% 大幅上升至 2019 年的 66.1%，隨後回落至 2021 年首三季的 59.5%，主要由於在此期間 Facebook 加大了兩項投資而令營業成本及研發成本上升，其一是劍橋分析數據醜聞於 2018 年初曝光，因此 Facebook 加大了用戶數據安全的投資；其二是為了發展下一代計算機平台，而加大投資 AI、AR、VR 等創新科技。相反地，Facebook 的市場推廣成本及管理費用於近年下降，因而令近年的總經營成本有所回落。

由於 Facebook 行政總裁朱克伯格對於元宇宙的強烈興趣及願景，早前集團公布，將於未來 5 年在歐盟招聘 1 萬個有關元宇宙的高技術職位。然而，短期內有關元宇宙所能為 Facebook 創造的收入仍然不明朗，於 2021 年第三季，公司亦坦言 VR、AR 的投資將會減少 2021 年的經營溢利 100 億美元。我們估計 Facebook 的研發成本佔比有機會還會上升，因此限制了經營溢利率及淨利率。

我們估計 Facebook 於未來數年的經營溢利率及淨利率將分別約 35% 及 30%。

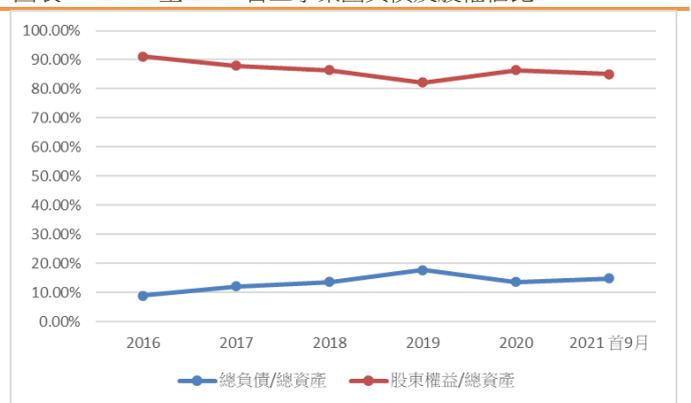
## 多產少債；資產負債表極度健康

圖表 7：2016 至 2021 首三季集團各項資產佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 8：2016 至 2021 首三季集團負債及股權佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

## 資產結構

截至 2021 年第三季，若剔除使用權資產，Facebook 的總資產為 1,585.2 億美元。我們可將 Facebook 的總資產分為三項資產類別，分別為固定資產、經營資產及投資資產。

Facebook 的固定資產主要包括網絡設備及樓宇等資產，於 2021 年第三季為 537.3 億美元，佔總資產 33.9%。這個高達三成的佔比對於互聯網公司來說屬於高水平，從圖表 7 來看，Facebook 的固定資產佔比由 2016 年的 13.2% 逐年上升至 2021 年第三季的 33.9%，主要為 Facebook 逐年將大部份的利潤投資於數據中心等設施以支持其用戶對數據的需求。然而，固定資產產生的折舊成本佔收入比例並未有大幅上升，主要維持於 6% 至 8% 的水平，表示 Facebook 的資本開支基本上合比例地推動收入的成長。

Facebook 的經營資產主要包括 Facebook 於 2014 年收購 WhatsApp 所產生的商譽、廣告客戶的數期及現金，於 2021 年第三季為 544.5 億美元，佔總資產的 34.4%，若撇除商譽及現金，則只佔總資產的 13.2%，屬於非常低的水平，表示 Facebook 的營運模式基本上佔用極少流動資金。從圖表 7 來看，Facebook 的經營資產佔比由 2016 年的 55.2% 逐漸下降至 2021 年第三季的 34.4%，主要是由於 Facebook 的商譽基本固定，其佔比逐年減少，導致經營資產佔比亦逐年減少。

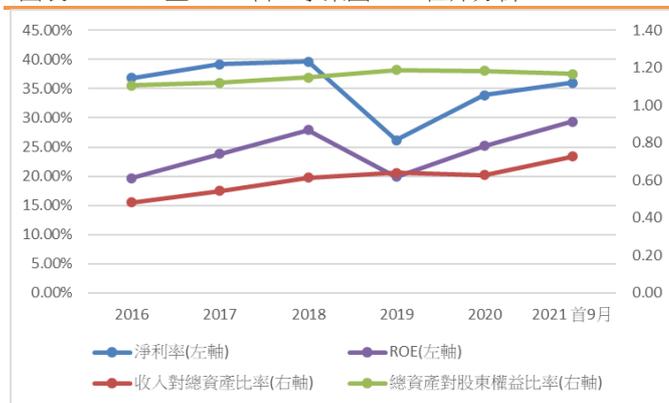
至於 Facebook 的投資資產大部分是政府債及企業債，並有少量股權投資，於 2021 年第三季為 503.4 億美元，佔總資產的 31.8%。從圖表 7 來看，Facebook 的投資資產佔比於 2016 年至 2021 年第三季都是介乎於 30% 至 40%。事實上，Facebook 由上市之初就從不缺資金，上市的原因主要是為原有投資者提供一次有序變現機會。雖然手持大量流動投資資產的 Facebook 從不派現金股息，但從 2017 年開始每年都會回購股票，剛於今年第三季業績發布時公布了新的 500 億回購計劃。

## 負債結構

Facebook 的負債結構中並無有息負債，全是經營負債，若剔除經營租賃負債後，於 2021 年第三季為 235.9 億美元，只佔總資產的 14.9%，而 Facebook 的股東權益佔比高達 85.1%。從圖表 7 來看，2016 年至 2021 年間，Facebook 的負債及股東權益佔比並無太大變化。

## 極好商業模式

圖表 9：2016 至 2021 首三季集團 ROE 杜邦分析



資料來源：公司年報、致富集團研究部

於 2021 年首三季 Facebook 的年化 ROE 為 29.3%。圖表 9 顯示，Facebook 的股東權益回報率(ROE)近五年都維持在 20%以上比較高的水平之上，而且有輕微向上趨勢，惟於 2019 年，Facebook 的 ROE 突然由 27.9%下降至 19.9%，原因是上文提到的 FTC 罰款及 Facebook 加大了對用戶私穩及下一代計算機平台的投資而令到淨利率下降所致。

Facebook 的高 ROE 主要是靠其高淨利率維持。Facebook 的總資產對股東權益比率接近 1 倍，原因是 Facebook 並未有有息負債，經營負債佔比亦極低，導致 Facebook 的槓桿率極低。至於收入對總資產比率低於 1 倍，近年維持於 0.5 倍至 0.7 倍之間，屬於較低水平，主要因為 Facebook 長年坐擁龐大的投資資產，而該資產主要是國債及企業債，並未為 Facebook 貢獻任何收入，導致較低的收入對總資產比率。

Facebook 靠高淨利率而導致高 ROE 的商業模式是極好的商業模式，能抵禦惡劣的經濟環境，基本上不會遭遇因高槓桿而發生的金融危機。惟獨是 Facebook 持有大量低回報率的投資資產，有欠進取，因而拖低了其 ROE。

## 盈利質量高

圖表 10：2016 至 2021 首三季集團盈利質量分析



資料來源：公司年報、致富集團研究部

由圖表 10 可見，於 2016 年至 2021 年第三季期間，Facebook 的經營現金流皆高於其淨利，比率介乎 1.1 倍至 2 倍之間，顯示集團的利潤與現金流匹配，真實可靠，並不是靠公允值升值或給予客戶大量數期換取收入等方法入帳。

## 預測及估值

我們給予 Facebook「買入」評級，目標價為\$474 美元。此目標價是基於折現自由現金流估值模型 (Discounted Free Cash Flow Valuation)所推算出來，我們假設 3%的長期年增長率，以及假設 7.0%的股東要求回報率。此目標價相當於 34 倍 2021 年度的預測市盈率(Forward P/E)。

圖表 11：Facebook 折現自由現金流估值模型

(百萬美元)	2021E	2022E	2023E	終端價值
自由現金流	39,017	44,318	53,098	1,367,273
自由現金流之折現值	38,362	41,419	46,378	1,194,230
股權合理價值	1,320,389			
已發行股數	2,781,759,516 股			
每股合理值	474 美元			
2021 年 10 月 27 日收市價	312.22 美元			
潛在升幅(%)	51.8%			

## 評級釋義

評級	說明
買入	現價較估值有超過 30%折讓
中性	現價正處於估值正負 30%變幅的區間之內
沽出	現價較估值有超過 30%溢價

## 免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員(“此等人士”)均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中所推介的股份存有權益。



[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)

