

Facebook (FB.US) 18Q4 点评

证券研究报告

2019年02月11日

收入支出双边挤压利润，亡羊补牢恐为时已晚，维持“卖出”，上调 TP 至 143 美元

作者

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

雷俊成 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060004
leijuncheng@tfzq.com

马赫 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070001
mahe@tfzq.com

相关报告

- 1 《Facebook (FB.US) 点评: 从“用户隐私折价”到“管理层信用折价”; 下调 TP 至 100 美元, 下调至“卖出”》
- 2 《Facebook (FB.US) 18Q3 点评: 主战场至成长尾声, Instagram 视频广告新增量可期, 下调 TP 至 177 美元, 维持“增持”》
- 3 《Facebook (FB.US) 18Q2 点评: 不达预期+悲观指引惹恐慌蔓延, 盼 APP 社群变现在行业新常态中加速到来; 维持增持, TP 198 美元》
- 4 《Facebook (FB.US) 18Q1 点评: 丑闻影响有限业绩再超预期, APP 变现有条不紊, GDPR 添新愁; 维持增持, TP 198 美元》
- 5 《Facebook (FB.US) 17Q4 点评: 在用户“光阴不虚度”的反思中继续探寻亚太增长空间; 维持“增持”评级》
- 6 《Facebook (FB.US) 17Q3 点评: 业绩超预期, 亚太空间待探寻, 但开支大增惹人忧; 上调 TP 至 198 美元, 维持“增持”评级》
- 7 《Facebook (FB.US) 17Q2 点评: 用户增长超预期, 亚太市场显潜力, Messenger 变现终上日程; 上调至“增持”评级, TP 185 美元》
- 8 《Facebook (FB.US) 17Q1 点评: 2 大隐忧仍困扰, Insta+ 视频广告出击欲破广告天花板, 上调 TP 至 122 美元, 维持“卖出”评级》
- 9 《Facebook (FB.US) 4Q16 点评: 去年站在大选奥运风口, 但负载量达瓶颈, 重申 FB 的 2 大隐忧》

Facebook 18Q4 营收 169.1 亿美元, 同比增 30%; EPS 2.38 美元虽然均好于市场预期, 但隐私丑闻影响情绪面拉低预期门槛。广告收入同比增长 30% 至 166.4 亿美元, 占整体营收 98.4%, 移动端广告同比增 36% 至 155 亿美元。对比上季度广告和移动端收入同比分别增长 33% 和 40%, 本季增速趋缓。MAU 环比增 2.2% 至 23.2 亿人和预期一致, 其中北美 MAU 环比持平仍是 2.4 亿人, 欧洲 MAU 环比涨 600 万人至 3.81 亿, 亚太 MAU 环比增 3000 万至 9.47 亿人。全球 ARPU 同比涨 19%, 环比涨 21% 至 7.37 美元超市市场预期, 但我们认为主要源于营收增速快于用户增速所致。而亚太 MAU 增长较快但多年来 ARPU 提升有限, 落后于全球 ARPU 增速, 亚太 ARPU 仅同比增 17%, 环比增 11% 至 2.96 美元。Q4 员工人数同比涨 42%, 总支出同比涨 62% 至 91 亿美元, 营业利润率承压为 46%, 对比去年为 57%。指引: 2019 年费用同比涨 40-50%, 预计 2019 年营业利润率将有大幅变动。

主平台用户增长难再挖掘, Stories 视频广告新增量待检验

公司主平台 Facebook App 用户与变现能力均趋近增长周期尾声, 公司宣布未来将不再单独公布 Facebook 平台的用户人数, 转为公布整体平台的全人头数 Family metrics (包括 Facebook/Instagram/WhatsApp/Messenger)。我们认为此举类似苹果不再公布手机销量, 意味着主平台 Facebook 用户增量已达瓶颈。在与 Google/Snap 甚至亚马逊的广告竞争中, 公司逐步通过 FB 和 Insta 以 Stories 为主体的影响者营销(Influencer Marketing)视频广告交互成为新的变现增长动力, 并且 Q4 进一步在 Messenger Stories 上也推出广告; 而 Google 传统搜索广告模式需要巨大投入获取流量入口; Snap 面临 Instagram 同质化竞争, 但平台成熟度与用户数远不及 FB; 亚马逊广告模式则类似阿里, 专注于电商规模效应打造消费广告闭环。此外抖音/TikTok 超过 5 亿人 MAU, 商业化加速也可能产生潜在分流。

Stories 广告发展正处于早期阶段, 市场愈发关注 Instagram 的收入贡献, 目前 Insta MAU 超 10 亿人, Stories DAU 突破 5 亿, 活跃广告商逾 200 万, eMarketer 估计 Ins 目前 ARPU 约为 FB ARPU 40%, MAU 10 亿人, 营收贡献约 17%; 并预计到 2020 年 Ins 的 ARPU 贡献率会提升至 80% 以上, 预计营收贡献有望达到 20% 以上。

收入支出双边挤压利润, “管理层信用折价”局难破

2018 年对公司而言可谓“多灾之年”, 隐私风波不断使管理层信用遭遇巨大考验, 丑闻频出从“用户隐私折价”衍生到的“管理层信用折价”令我们失望。FB 业绩增速在近两季度从原有 40% 以上降至接近 30%。此外, 公司指引 19 全年支出比 18 年高 40-50%, 包括安全审查的人力成本、新的视频入口 Stories、IGTV、Facebook Watch 的内容成本等。在收入增速下滑与支出大幅增加的双边夹击下, 我们认为 19 全年利润率或将进一步恶化。

Facebook 1 月再爆料诱青少年下载可收集数据的软件, 管理层在用户隐私保护方面的不作为, 自上而下影响企业文化和社会价值。FB 于 2 月初宣布改变员工绩效制度, 由原本的用户和收入等利益增长导向转为改善公司或互联网所面临的社会问题, 但此前公司多起丑闻反应管理层对相关议题的不积极, 失去信任后的亡羊补牢恐怕为时已晚。估值方面, FB 目前 19 年 PE 约 22.3x, 对比谷歌 23.5x、腾讯 35.8x, 公司固然有 FB 的用户规模和高粘性壁垒, 但 Stories 的变现仍需时日, 业绩增速从 40% 以上降至近 30%, 我们对 FB 后市依然较悲观。根据彭博一致预期 2019 年 EPS 7.54 美元, 我们强调公司基本面和情绪面的双重受制, 估值难以维持在 20x 以上并仍有进一步下行趋势。不过在当前市场极低预期中短期下行空间相对有限, 我们上调目标价从 100 美元至 143 美元, 对应 PE 19x, 维持“卖出”评级。
风险提示: 用户及广告收入增长不及预期等。



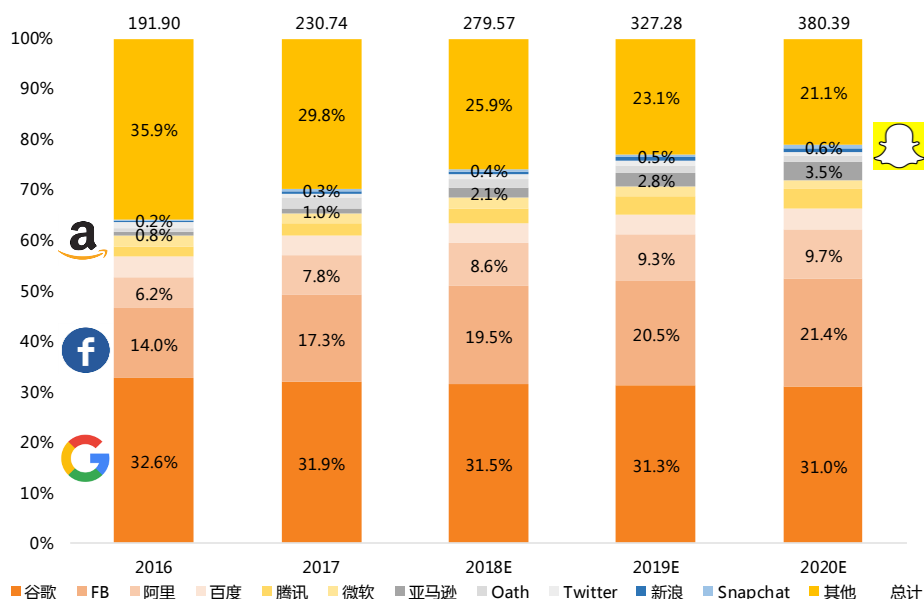
风险提示补充：监管趋严对公司业务开展的负面影响，全球广告开支减少等

图 1：同行业当前估值水平对比

公司	代码	市值 (十亿美元)	价格	P/E		P/S	
				2019E	2020E	2019E	2020E
Google	GOOGL US Equity	763.6	1102.38	23.5	20.2	5.8	4.9
腾讯	700 HK Equity	426.8	345.6	35.8	30.2	9.2	7.1
Facebook	FB US Equity	477.6	167.33	22.3	19.1	6.9	5.7
Twitter	TWTR US Equity	22.9	30.01	35.0	29.9	6.6	5.8
LINE	3938 JP Equity	8.6	3,935.00	-	155.8	3.9	3.3
Snap	SNAP US Equity	12.0	9.1	-	-	7.8	6.0

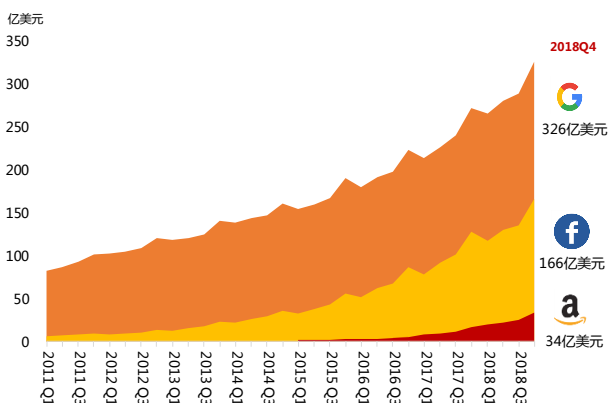
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所，数据截至 2019 年 2 月 11 日

图 2：美国移动端广告净收入市场份额（总量单位：十亿美元）



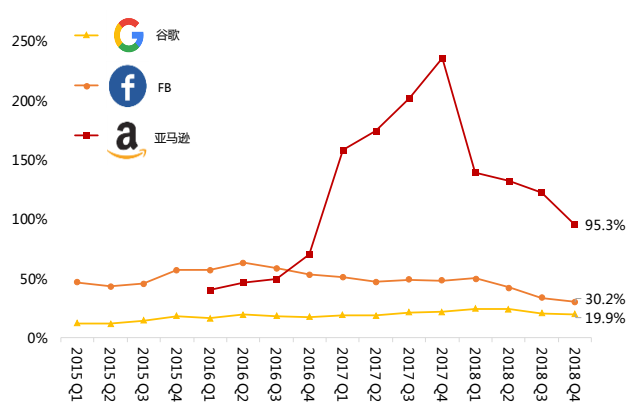
资料来源：eMarketer，天风证券研究所整理

图 3：谷歌、FB、亚马逊广告业务营收



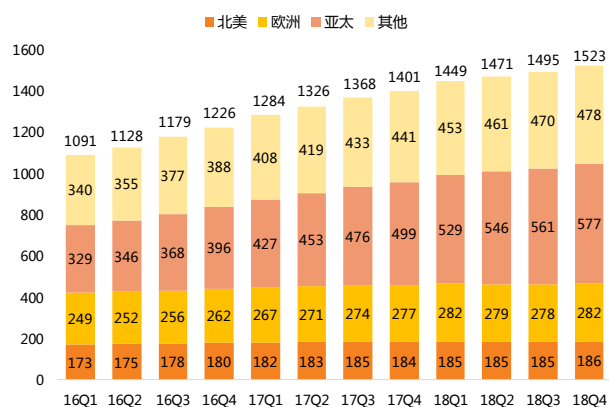
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：谷歌、FB、亚马逊广告业务营收同比



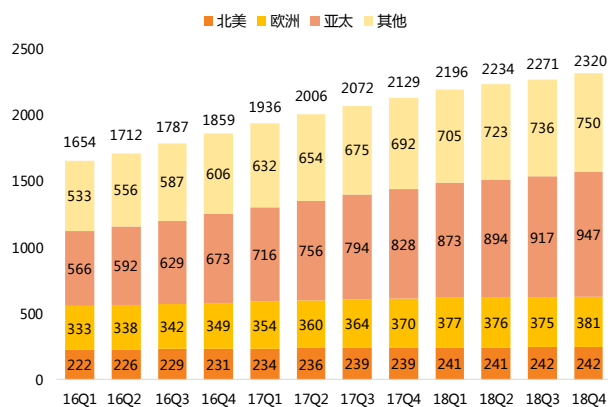
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司 DAU (单位：百万)



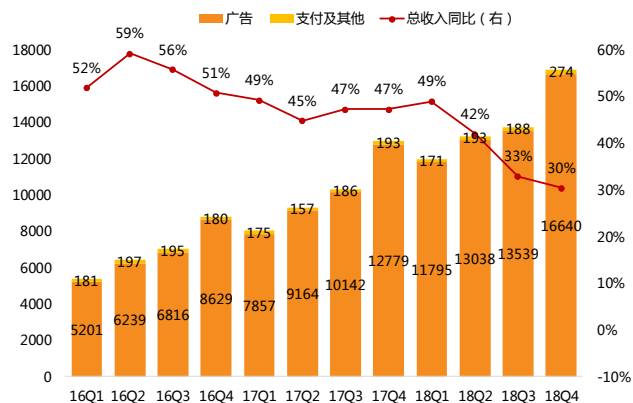
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司 MAU (单位：百万)



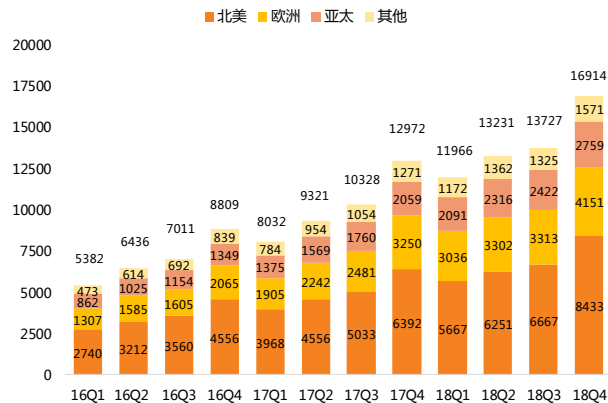
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司分业务收入 (单位：百万美元)



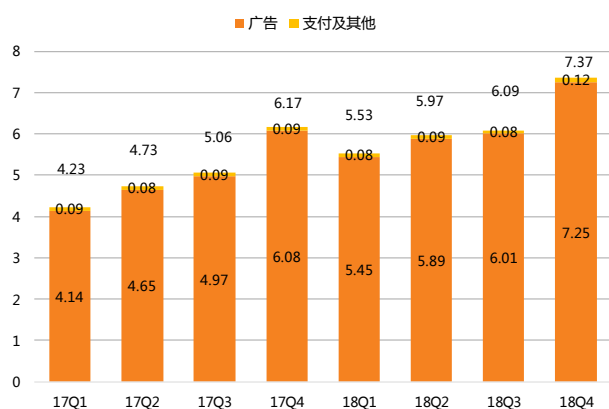
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司分地区收入 (单位：百万美元)



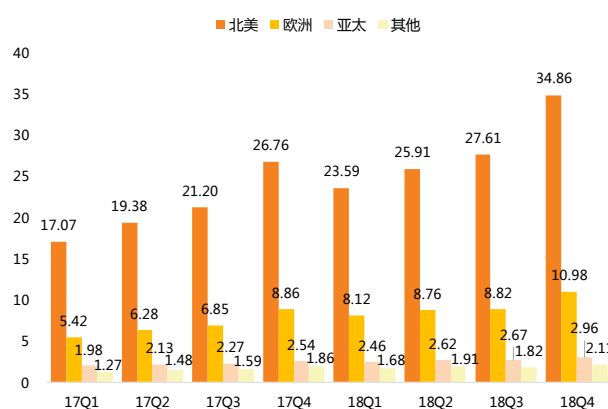
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司全球 ARPU (单位：美元)



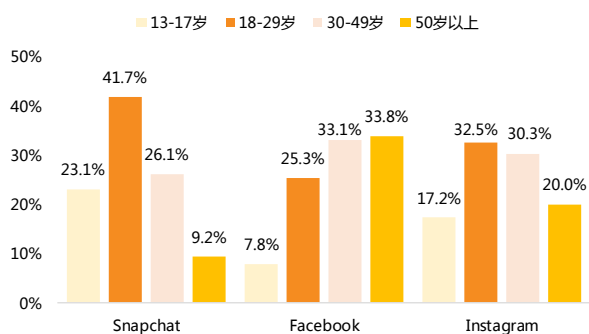
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司分地区 ARPU (单位：美元)



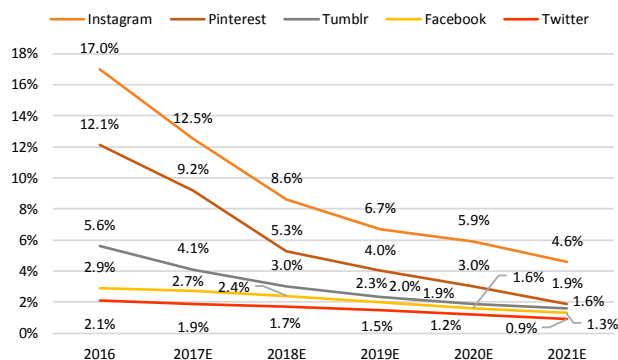
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11: 美国各年龄段使用 Snapchat、Facebook 和 Instagram 人群对比



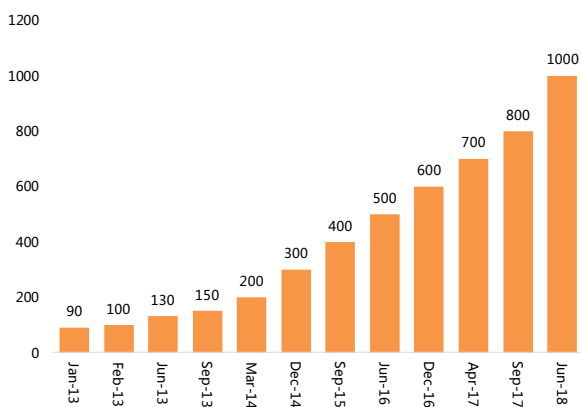
资料来源: Businessinsider, 天风证券研究所

图 12: 美国主要社交网站用户增长速度预测



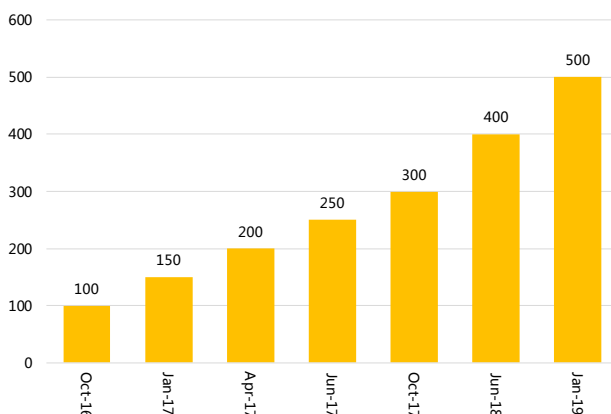
资料来源: eMarketer, 天风证券研究所

图 13: Instagram MAU 在 18 年 6 月突破 10 亿人 (百万人)



资料来源: statista, 天风证券研究所

图 14: Instagram Stories DAU 在 19 年 1 月达到 5 亿人 (百万人)



资料来源: statista, 天风证券研究所

1. 2018 多灾之年

Facebook 18 年底再爆用户数据分享丑闻, New York Times 报道称 Facebook 部分用户数据允许第三方机构包括 Netflix、Spotify、Amazon、Yandex 和 Bing 搜索等进行深度访问。同时华盛顿特区检察官也表示将就 Cambridge Analytica 丑闻起诉 FB, 根据受影响用户量 FB 最大可能面临 17 亿美元罚款。18 年以来 FB 阴云笼罩, Cambridge Analytica 丑闻及成为俄罗斯操控 16 年美国总统大选工具等事件持续发酵, 18 年 9 月 FB 再爆出超 5000 万用户遭受黑客攻击。而随着欧盟 GDPR 开始实施令欧洲 MAU 环比下跌, 美国也开始考虑出台相应法案, 市场对公司对待个体用户数据的方式提出强烈质疑。

更为关键的是 FB 面对丑闻迟缓而傲慢的应对补救表现更极大削弱了管理层的信用程度, 包括知情不报, 攻击 Google、Apple 转移注意力, 试图通过游说平息争论, 却进一步加深市场不信任感, “用户隐私折价”将“管理层信用折价”叠加成为 FB 挥之不去的阴云。市场亦出现呼吁 Zuckerberg 和 COO Sandberg 辞任的声音。

图 15：“多灾之年” FB 面临巨大“管理层信用折价”

1月：改变主要产品之一的News Feed

1月，从原本优先推送“用户追踪的品牌内容”转为“亲友分享的内容”，Zuckerberg表示用户的使用时间将预期下降，FB股价在1月12日跌超4%



3月：剑桥分析事件，5000万用户信息泄露

- 5000万用户信息泄露给在美国大选期间为特朗普竞选团队服务的英国剑桥数据分析，此后调查显示泄露量上升到8700万，公司股价下跌近7%
- 社交媒体上出现 #DeleteFacebook 的标签

4月：CEO Zuckerberg参加国会听证

- Zuckerberg就用户隐私政策和数据泄露事件前往美国国会参加听证会接受质询
- WhatsApp 共同创始人 Jan Koum在4月底宣布离开FB

7月：不及预期的指引和GDPR

FB二季报上，管理层对未来收入等指引不及预期，并且警告其收入增长可能低于去年。此外，欧洲GDPR隐私法也使该地区日活用户减少3百万。7月26日公司股价下跌近19%

9月初：COO前往国会听证会

公司COO Sheryl Sandberg于参议院出席听证会，讨论FB如何处理俄罗斯问题以及未来将如何防范，Sandberg的回应难令市场满意，公司股价从9月初至9月6号下跌近8%

11月：纽约时报负面报道

一篇名为“Delay, Deny and Deflect: How Facebook’s Leaders Fought Through Crisis”的报导，再度将FB推上媒体焦点，其内容讲述公司管理层早已知道俄罗斯干预选举，却掩盖并拖延处理，对于多数指控都否认，并且用攻击竞争对手谷歌和苹果的方式来转移公众注意力。11月14日公司股价下跌近9%



12月初：内部文件被泄露

APP开发团队Six4Three 泄露FB 200页内部文件包含Email，内容显示公司过去如何利用平台优势打压竞争对手等负面消息

19年1月：每月20美元利诱青少年下载可收集数据的APP

据TechChurch报道，FB自2016年起，以每月20美元换取13-35岁青少年下载名为“Facebook Research”的APP，并利用该APP收集用户数据包括私人社交信息，通过即时信息软件发送的照片和视频，电子邮件，网络搜索和浏览活动等

1月：索罗斯指责FB和Google

索罗斯清仓FB后在达沃斯论坛上指责FB和Google是“社会威胁”(menace to society)

2月起诉书的主角

美国特别检察官Robert Mueller起诉13名俄罗斯“水军农场”相关人员，Facebook和Instagram成为诉状“主角”，37页诉状中被提及41次，作为社交平台成为虚假消息的传播工具

3月：迟到的回复

剑桥分析丑闻爆发4天后Zuckerberg才出面回应，表示有责任保护用户数据，如果做不到将不值得为用户服务



7月：WhatsApp成为“帮凶”

印度政府指责WhatsApp成为散播谣言并造成死亡事件的“帮凶”

9月：Instagram创始人离职 & 5000万用户数据被骇客入侵

- Instagram创始人Kevin Systrom和Mike Krieger宣布离开Facebook
- FB宣布遭骇客入侵，预计5000万用户受影响。9月28日股价下跌近3%

11月：Zuckerberg缺席九国听证会

Zuckerberg拒绝出席由英国、阿根廷、巴西、加拿大、爱尔兰、法国、拉脱维亚、新加坡、比利时等9国议员代表组成的国际委员会听证会



12月中：与150多家公司有数据分享协议，剑桥分析事件被起诉

- 技术漏洞泄露680万用户非公开分享照片事件
- 纽约时报再爆FB与150多家公司有数据分享协议，其中包含奈飞、亚马逊、Spotify、Apple，微软等
- FB因剑桥分析事件被华盛顿特区总检察长起诉
- 12月19日公司股价下跌超7%

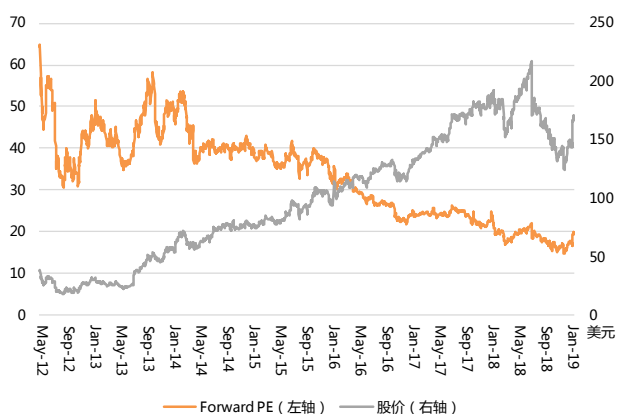
facebook research

资料来源：The Guardian, The New York Times, 天风证券研究所

1.1. 低门槛造就超预期

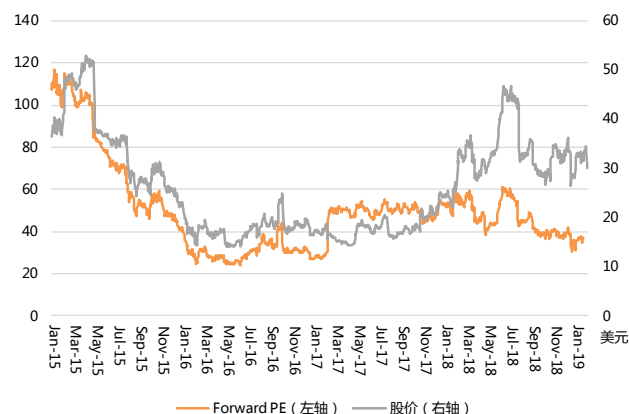
18年12月Twitter也遭Citron做空，认为FB和Twitter就用户隐私问题如出一辙，Twitter遭做空前Forward PE超35x，Citron以FB、Google分别13.1/15.1x PE对标给出Twitter 20美元目标价，下杀空间近40%。而市场当时也对FB 19年成长报以极为悲观预期，净利润增长仅为1%，我们认为虽然长期依托Stories保持健康的用户增长仍具备恢复成长潜力，但在18年底科技板块普遍承压，FB估值较低的同时拉低市场预期门槛，才造就了后来18Q4的超预期表现。

图 16: FB 上市以来 Forward PE 和股价



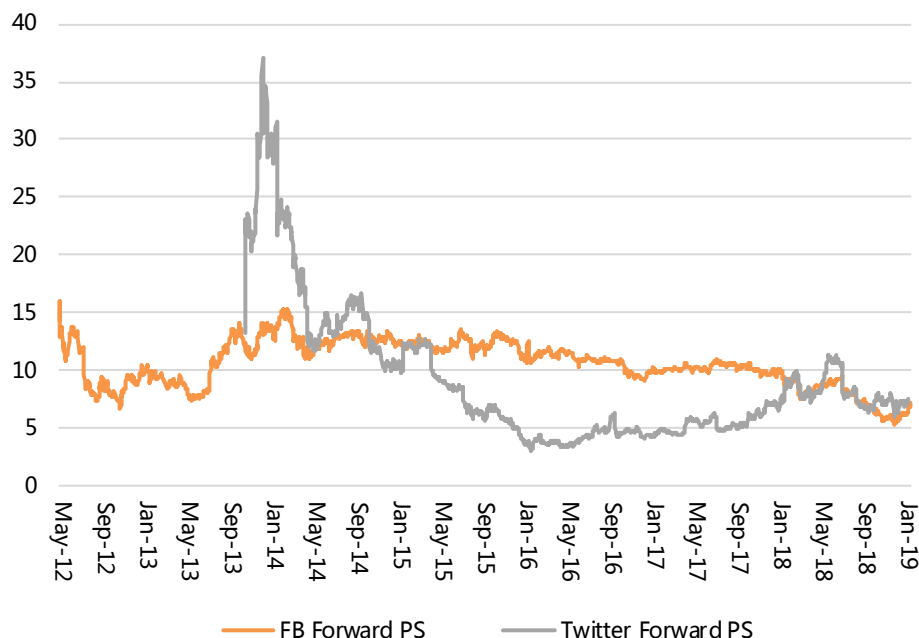
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所, 数据截至 2019 年 2 月 10 日

图 17: Twitter 2015 年以来 Forward PE 和股价



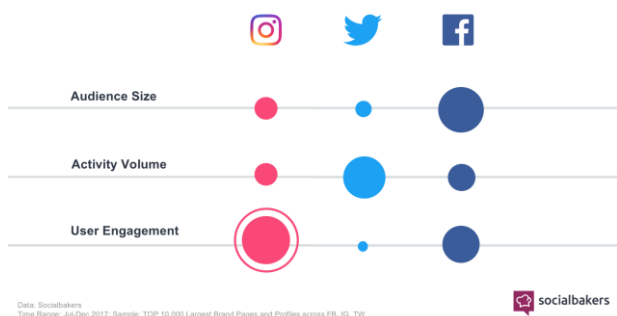
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所, 数据截至 2019 年 2 月 10 日

图 18: FB 和 Twitter 上市以来 Forward PS



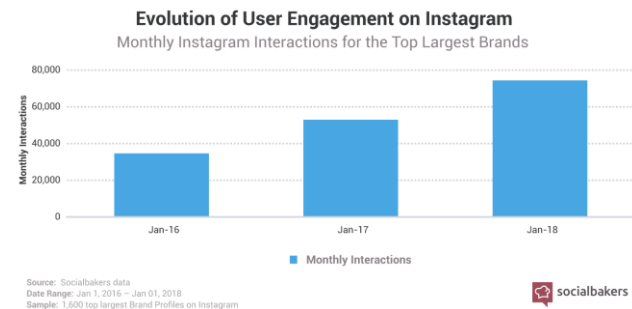
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所, 数据截至 2019 年 2 月 10 日

图 19: Instagram 拥有极高的用户交互度



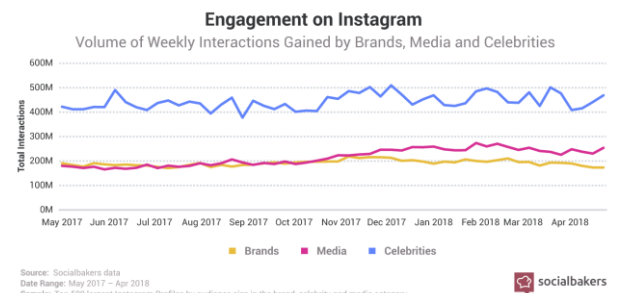
资料来源: Socialbakers, 天风证券研究所

图 20: Instagram 的头部品牌用户交互度实现翻倍



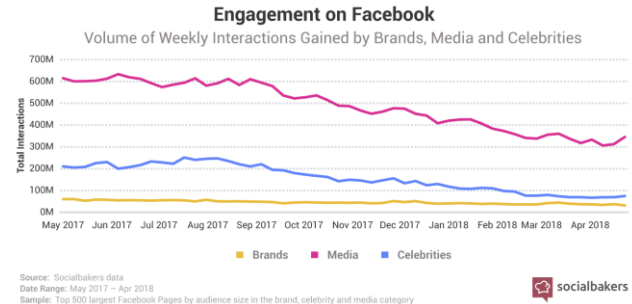
资料来源: Socialbakers, 天风证券研究所

图 21: Instagram 的名人交互度最高



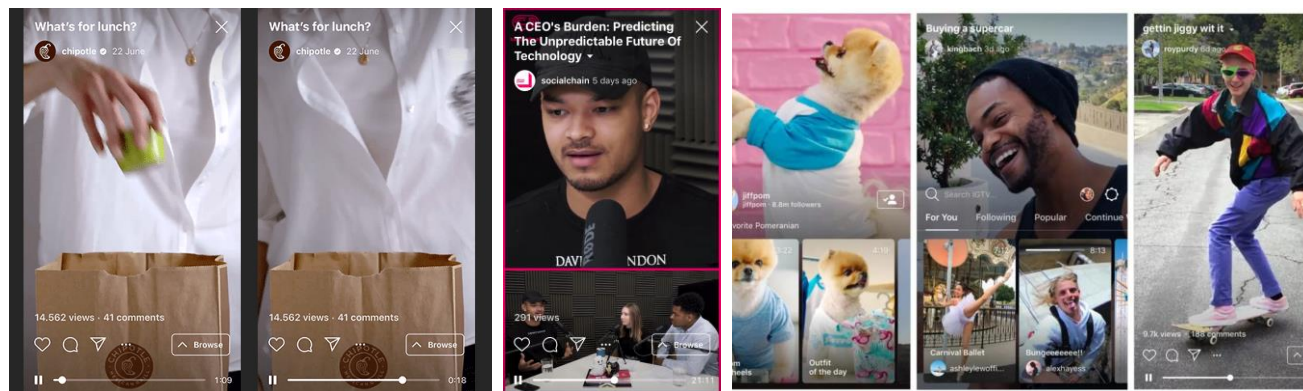
资料来源: Socialbakers, 天风证券研究所

图 22: Facebook App 的名人和媒体交互逐渐走低



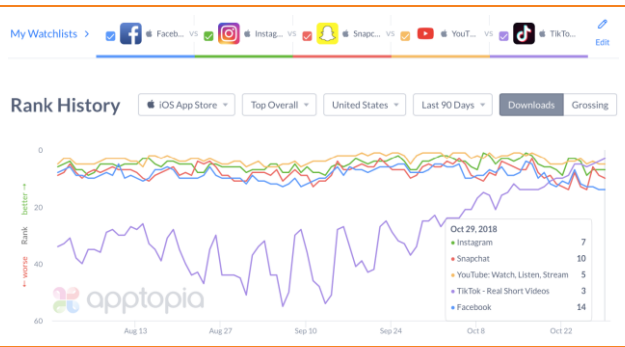
资料来源: Socialbakers, 天风证券研究所

图 23: IGTV 在广告形式、视频创作模式上, 都为 Instagram 带来新的交互体验



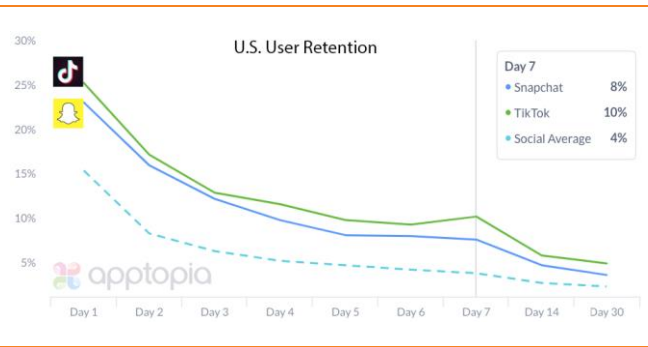
资料来源: Instagram, 天风证券研究所

图 24: 抖音海外版 TikTok 在低基数效应下下载量骤升



资料来源: apptopia, 天风证券研究所

图 25: TikTok 的用户 7 天留存率高于 Snapchat



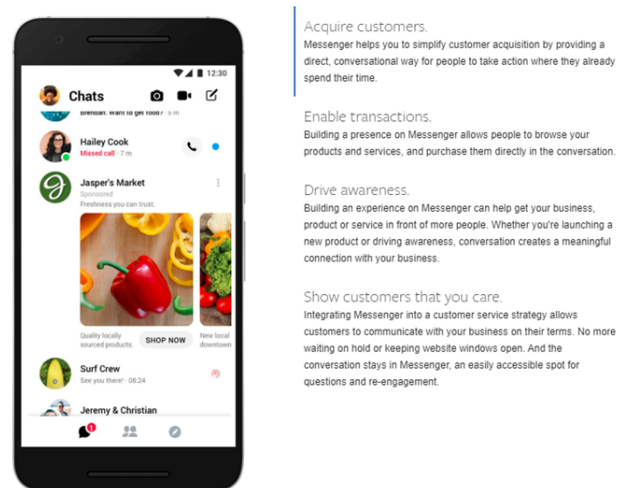
资料来源: apptopia, 天风证券研究所

图 26: Facebook Stories 视频广告



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 27: Messenger 广告示意图和功能说明



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com