Facebook：疫情和抵制迟早过去，Tik Tok 才是大患，加码电商业务

Facebook 于美东时间 2020 年 7 月 30 日盘后公布了 2020 年 Q2 财报。公司 Q2 总收入为 186.9 亿美元，同比+11%，超预期的 173.1 亿美元；调整后净利润 51.8 亿美元，同比+98%，差于预期的 52.6 亿美元；GAAP 调整后 EPS 为 1.80 美元，好于预期的 1.39 美元。

要点

- **Q2 业绩分析：**受 COVID-19 疫情影响，线上活跃度增加，Facebook 平台的 MAU 同比+12%达 27 亿，6 月平均 DAU 同比+12%至 18 亿，家庭每月活跃人数同比+14%至 31.4 亿，家庭每日活跃人口+15%至 24.7 亿。广告收入暂未受抵制的大规模影响，但同比+11%依然是上市以来最低的。净利润同比+98%，因为去年受 50 亿罚款的影响。Q2 推出的电商平台已在一定程度上取得用户认可，因此广告收入同比+10%，并没有下滑。公司现金及等价物与有价证券为 582.4 亿美元，环比-3.4%。
- **广告主为何要抵制 Facebook？**。Facebook 在“剑桥分析”数据泄露丑闻之后，第二次遭遇全网抵制，起因是 Facebook 允许美国总统特朗普上世纪 60 年代种族主义警察局长对示威者的威胁“当洗劫开始时，枪杀也开始”的发言，原则上是与当下美国社会“政治正确”的冲突。网络上爆发针对 Facebook 的“StopHateforProfit”活动，因为广告收入占据了 Facebook 的绝大份额，大大小小的企业主加入了停止在 Facebook 上投放广告的活动，并进行时长不等的抵制。
- **广告主抵制不太可能给 Facebook 财务上带来长期威胁。**民粹主义兴衰有周期，与宏观经济周期有关，人们不会长期将“政治观”凌驾在商业活动之上。首先，Facebook 完全可

Facebook. Nasdaq

Vincent Cheung
vincent.c@itiger.com

吴昱恺
wuyukai@itger.com

FY2020Q2 (美元)	
最新收盘价	253.67
总市值	7232.98 亿
每股收益	1.80
市盈率	30.75
净资产收益率	23.61%
毛利率	36.15%
股息率	-
52 周最高	255.85
52 周最低	137.10

过去 52 周价格走势图



以进一步认错妥协来挽回局面；第二，大部分公司非常依赖 Facebook 这一受众群体巨大的平台，尤其 COVID-19 的疫情给广告主带来很大的压力，而那些打算长期停止投放的商家，可能本来投放效率就不高，需要寻找更高效的投放渠道；第三，Facebook 旗下的 Instagram、WhatsApp 等产品依然是重要的广告投放渠道，在通讯行业的统治性地位不变，另外，公司也有其他业务发展的可能性。

- **Facebook 的护城河依然强大。**第一、庞大的用户群以及其带来的网络效应；第二、多年积累的用户行为数据等无形资产，支持公司多种商业化变现渠道，如电商、游戏。
- **电商业务已开展，还有更多可能性。**Facebook 于 5 月 19 日推出 Facebook Shop 和 Instagram Checkout 以帮助中小企业用户实现在线销售，商家无需付费即可在 Facebook 和 Instagram 建网店。社交平台电商化显然是 Facebook 在 2020 年一个重要主题，不仅是业务上与短视频平台 Tik Tok 对抗的利器，也将在给公司带来商业模式的变化。Facebook 希望用户最终能通过 Messenger、WhatsApp 和 InstagramDirect 中直接进行购物。同时与 Shopify、BigCommerce、WooCommerce、ChannelAdvisor、CedCommerce、Tienda Nub 等平台进行战略合作。我们认为，Facebook 此举能加强中小商家和企业对 Facebook 平台合作忠诚度，帮助 Facebook 实现广告外的商务拓展。

估值

Facebook 的资产负债表是全市场最强大的之一，至 20Q2，Facebook 现金及等价物有 210 亿美元，加上有价证券则有 582 亿美元，而公司总负债才 292 亿美元。

我们认为，Facebook 的强大社交矩阵能一直帮助保持通讯霸主地位，并持续建立竞争优势，目前其最重要的是继续利用网络效应推动盈利能力。随着电商业务的开展，Facebook 的各个平台也会与广告主产生更好的协同效应。

我们使用市盈率倍数估值法，以及现金流折现两种方式对进行估值。

预计 2020 年 GAAP 净利润为 221.5 亿美元，EPS 为 7.77 美元；2021 年的 EPS 为 8.75 美元。以过去 3 年来平均市盈率 26 倍来计算，2020 年底每股对应价值为 202 美元，2021 年底对应每股价值为 227.5 美元；若以过去 4 年平均市盈率 30 倍来算，2020 年底每股对应价值为 233 美元，2021 年底对应每股价值为 262.5 美元。

上述情况并不意味着 Facebook 的估值下限。当前宏观经济、行业格局都有巨大的不确定性，

对于这样影响力大的蓝筹科技公司来说，更有一定的溢价空间。

以现金流折现方式来计算，至 2021 年底每股价值为 272 美元，与上述方式遥相呼应。

综上，我们认为，Facebook 每股价值应不低于 267 美元。

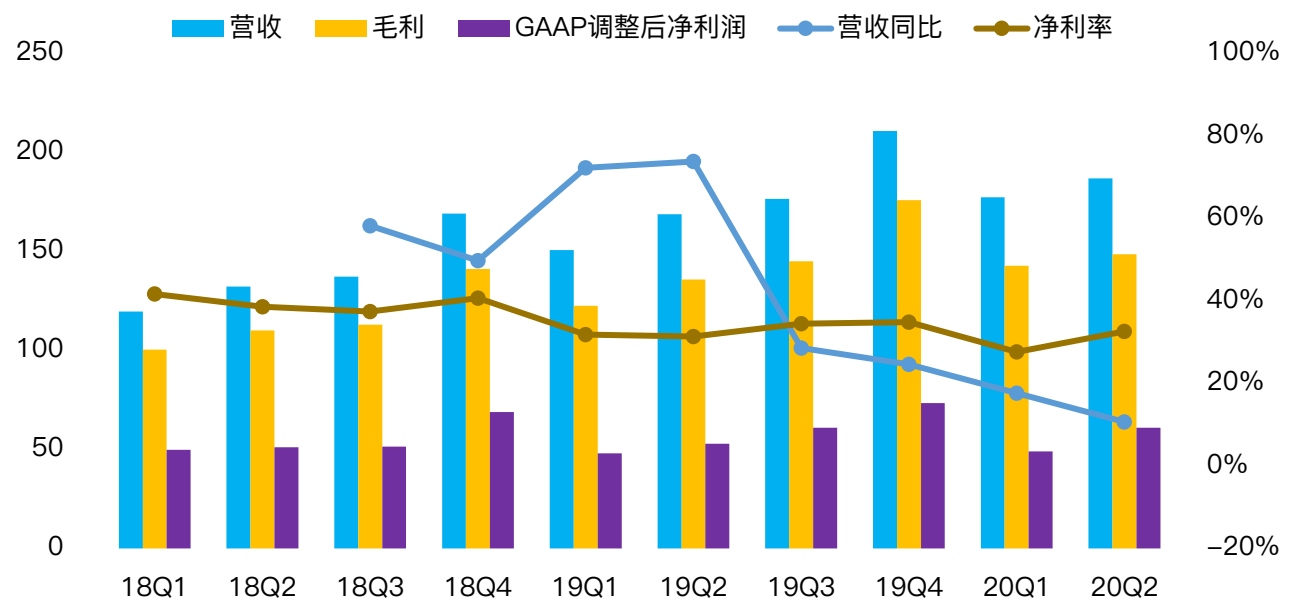
风险提示

- Facebook 跟腾讯一样，面临来自内容行业的“搅局”竞争者，比如 Tiktok，从而用户数量造成波动或下降；在年轻人群体中的影响力不断衰退；
- 广告收入持续受到威胁；除广告外的新业务发展不及预期；
- COVID-19 疫情持续对宏观经济带来伤害，延长行业衰退周期；
- 反垄断和其他监管层面的影响大于预期，比如强迫 Instagram 独立拆分；
- 股权结构的的变化，以及 Zuckerburg 价值观和公司运营模式的冲突

Facebook 20Q2 业绩分析

Facebook 于美东时间 2020 年 7 月 30 日盘后公布了 2020 年 Q2 财报。公司 Q2 营收 186.9 亿美元，同比+11%，超华尔街一致预期的 173.1 亿美元；调整后净利润 51.8 亿美元，同比大幅+98%，略差于华尔街一致预期的 52.6 亿美元；GAAP 调整后 EPS 为 1.80 美元，好于预期的 1.39 美元。

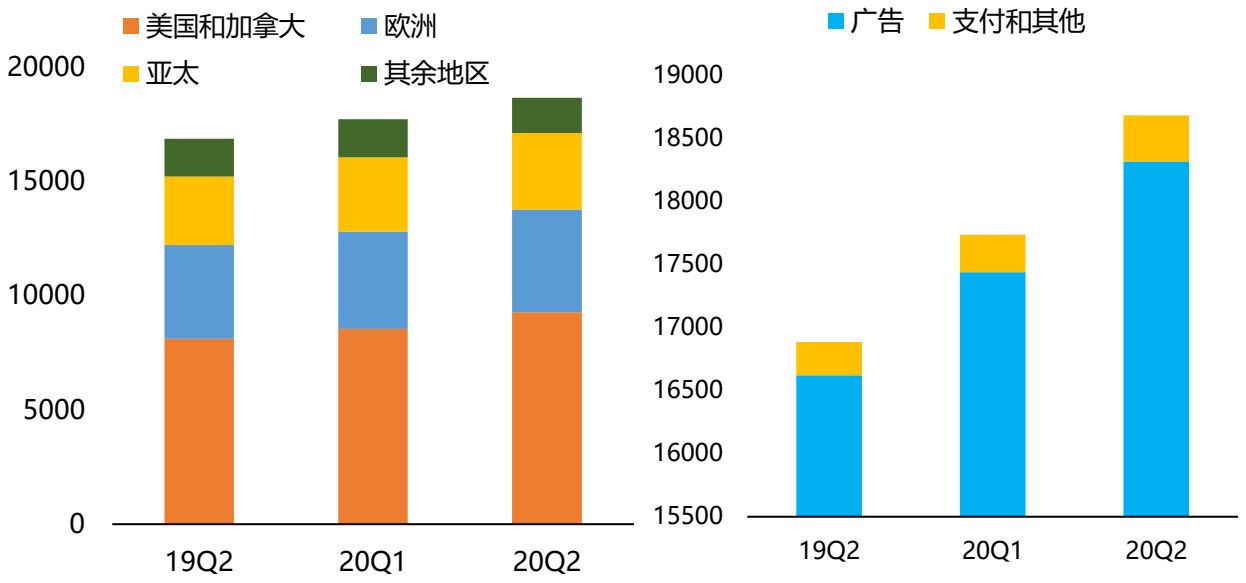
图：Facebook 按季度营收与调整后净利润趋势(亿美元)



数据来源：公司财报，老虎证券整理

其中在线广告收入 183.2 亿美元，同比+27%，支付和其他业务营收 3.7 亿美元，同比+40%。按区域来看，北美地区收入占比 50%，欧洲地区占比 24%，亚太地区占比 18%，其余地区占比 8%。

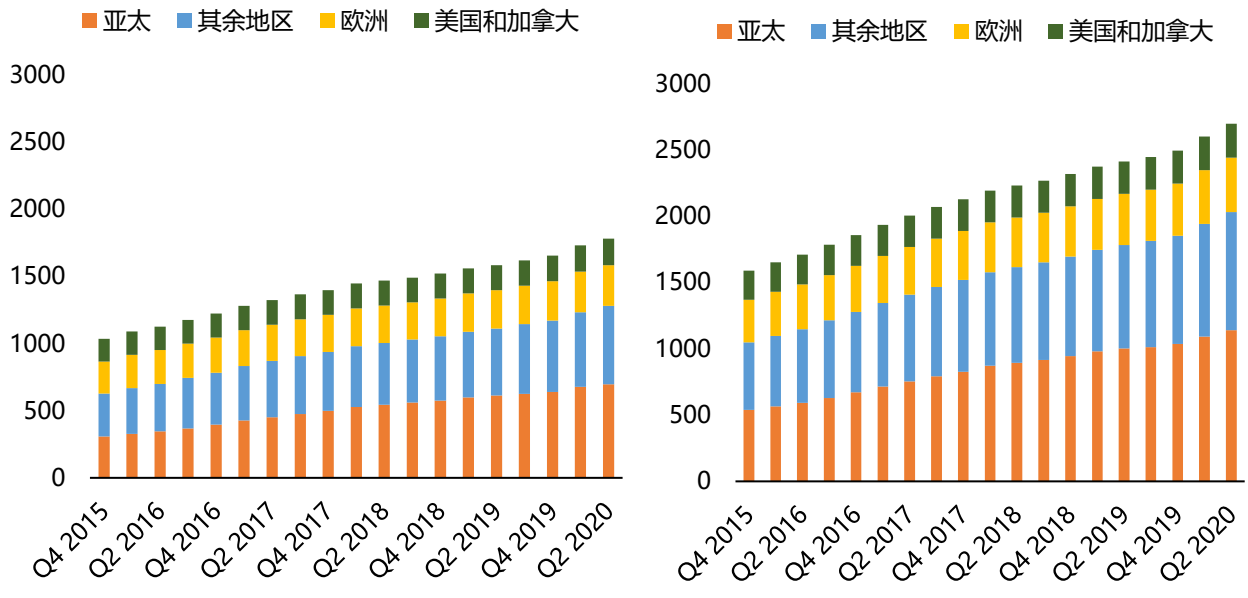
图：Facebook 按区域和业务营收（亿美元）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

核心数据方面，Facebook 平台 6 月日活跃用户为 17.9 亿，同比增长 12%，月活跃用户为 27 亿，同比增长 12%，家庭的每日活跃人数为 24.7 亿，同比增长 15%，家庭每月活跃人数为 31.4 亿，同比增长 14%。

图：Facebook 主要核心用户数据(百万人)（左：DAU；右：MAU）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

这一增幅以 Facebook 的量级来说非常惊人，不得不说今年上半年因为 COVID-19 疫情、各类政治事件，促使了人们对社交网络的使用频率增大，Facebook 作为主要的社交网络服务提供商受益匪浅。

公司的毛利润水平保持与此前相似的 80%的水平，而净利润却大幅提升。主要原因有三个：

第一、 公司因“剑桥分析”数据泄露事件与 FTC 的 50 亿美元和解金额，其中有一笔 20 亿美元增量重新被记入 2019 年 Q2；因此导致 19Q2 的运营利润率下降至 27%；

第二、 公司的部分期权带来多达 11 亿美元的税收支出，影响了 19 年 Q2 的有效税率，从而将 19Q2 的净利率拉低至 15%。

综合来看，并没有太大提升。

关于针对 Facebook 的#StopHateForProfit 广告主抵制运动

2018 年 Facebook 被曝“剑桥分析”数据泄露丑闻，因为用户对个人信息等隐私相当敏感，各国法律法规也相当严苛，最后 Facebook 以承认监管疏忽、接受 50 亿美元罚款为代价与美国联邦贸易委员会达成了和解。那次事件受到影响的用户大概有 8700 万用户，甚至还不到 Facebook 月活跃用户(MAU)的 3%。

与 18 年丑闻相似的是，此次“StopHateForProfit”抵制运动起因也是美国总统特朗普。前次是因为“剑桥分析”作为政治选举营销公司利用对用户的分析和定向引导改变了大选结果，本次则是因为特朗普发表了一条支持暴力和煽动种族仇恨内容。Twitter 在特朗普的内容下标识了该内容“违反社区协议”，并做了警示。而 Facebook 并没有这么做，反而扎克伯格解释道：社交媒体不该成为“最终仲裁者”。

Facebook 因扎克伯格带有强烈个性的回复被网友集体声讨。当看到 Facebook 有 98%的利

润来自广告之时，一项针对 Facebook 广告业务的抵制活动“停止用利润滋养仇恨”（Stop Hate For Profit）的运动在网上兴起。一开始只是中小广告商家开始撤下在 Facebook 的广告投放，然后，大大小小著名的品牌，包括阿迪达斯、星巴克、可口可乐、福特、百思买等公司均加入抵制 Facebook 广告的行列。

图：StopHateForProfit



图片来源：StopHateForProfit.org

尽管扎克伯格表示，“我强烈不同意总统的讲话方式，但我认为人们应该能够亲眼看到它，因为只有那些位高权重的人的言论被公开检查时，才能对他们进行最终的问责。”但是网友依然不信任这一定程度妥协的回应，反而扩大至公众对于 Facebook 在涉及种族歧视、暴力以及虚假信息等问题上长期不作为的质疑和不满。

在美国，种族歧视是非常严重的政治红线，2017 年 YouTube 曾经触碰到，也遭到了网友的强烈抵制，最终不得不道歉、赔偿进行和解。而这一次，深谙“政治正确”之道的广告主们，即便不是真的想撤下 Facebook 的投放广告，也不得不选择站在 Facebook 的对立面，以免

引火烧身。

图：加入抵制 Facebook 的品牌



资料来源：纽约时报

广告主抵制不会给 Facebook 财务上带来长期威胁。

民粹主义盛行是当下美国社会的重要矛盾之一，自 2016 年大选以来，美国社会分裂就愈演愈烈。然而特朗普一直以强硬而多变的对外政策转移了公众对美国国内矛盾的视线。此次丧生白人警察之手的“弗洛伊德”事件，则又是挑起了美国社会最敏感的神经——种族歧视。其实 Facebook 也并非暴力、歧视的支持方，只是因扎克伯格的对处理言论方面的不同价值观，导致没有在第一时间与民粹主义阵营保持一致。但我们都知道，历史发展进程中，民粹主义不可能一直盛行。当下由于经济发展的不均衡、科技进步造成的信息差异化等问题，终

究还是会随着大的经济周期而变化。长则十几、几十年，端则数年、数月，人们因政治事件造成的分歧终究不会长期凌驾在商业活动之上。2017 年 YouTube 的案例就是典型的例子。

因此我们认为，同样的抵制事件也无法给社交网络的行业龙头 Facebook 造成长期威胁。

首先，Facebook 完全可以进一步认错妥协来挽回局面，不仅扎克伯格承诺会对 Facebook 进行修改，Facebook 公司本身也将在 2020 年秋季上线独立的“内容监督委员会”目的就是对提供对平台上错误和滥用信息的独立监督，它的裁决甚至可以推翻扎克伯格的决定；

第二，大部分中小商家、公司其实非常依赖 Facebook 这一受众群体巨大的平台，Facebook 旗下的 Instagram、WhatsApp 等产品依然是重要的广告投放渠道，这些公司短期进行抵制只是不想“引火烧身”，让大众认为他们也政治不正确；

第三，COVID-19 的疫情给广告主带来很大的压力，而那些打算长期停止投放的商家，可能本来投放效率就不高，需要寻找更高效的投放渠道，或者是营收下滑，借助抵制 Facebook 适时缩减营销预算。

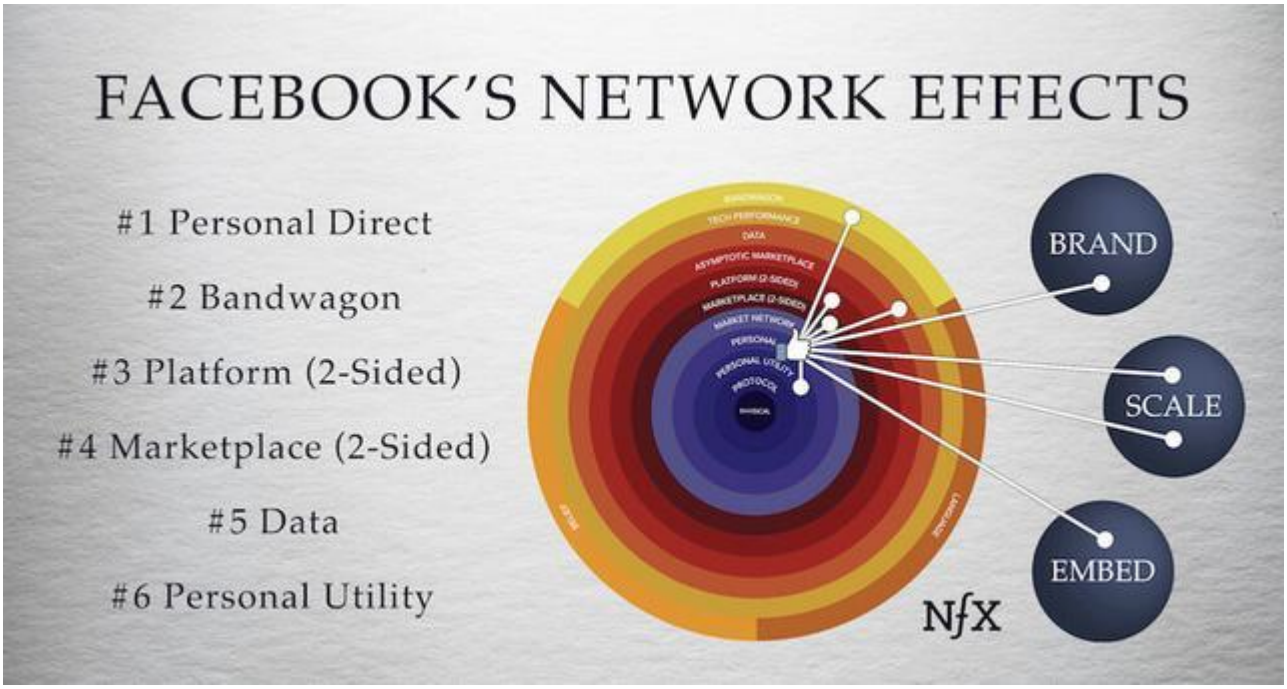
Facebook 的护城河依然强大

Facebook 是除中国外社交网络通讯的领导者，旗下有 Facebook、Instagram、Messenger 和 WhatsApp 组成，从最初的实名分享网站，到现在 Instagram 的年轻人摆拍，这种社交网络矩阵在慢慢在成为一个涵盖生活的娱乐中心。用户在 Facebook 产品矩阵上的时间和参与度一直在上升。

强大的产品矩阵强化了公司的网络效应，当用户加入并使用其中的服务时，所有这些平台对其用户来说都变得更有价值。网络效应为行业内新的社交网络后起之秀制造了巨大的障碍，

它们不得不寻找差异化的入口切入，同时用户退出的成本也激增。

图：Facebook 的网络效应



数据来源：nfx.com

而 Facebook 多年积累的用户数据，也将成为公司未来多种商业化变现的重要无形资产。比在电商、游戏方面的潜力。通过 Facebook 和 Instagram 这样充满个性化内容的账户，Facebook 完全可以知道它的用户喜欢什么，不喜欢什么，甚至还能通过移动浏览器的 cookie 了解用户在非 Facebook 网站或应用程序上的浏览历史。通过这种良性循环，Facebook 可以进一步提高了数据资产的价值。

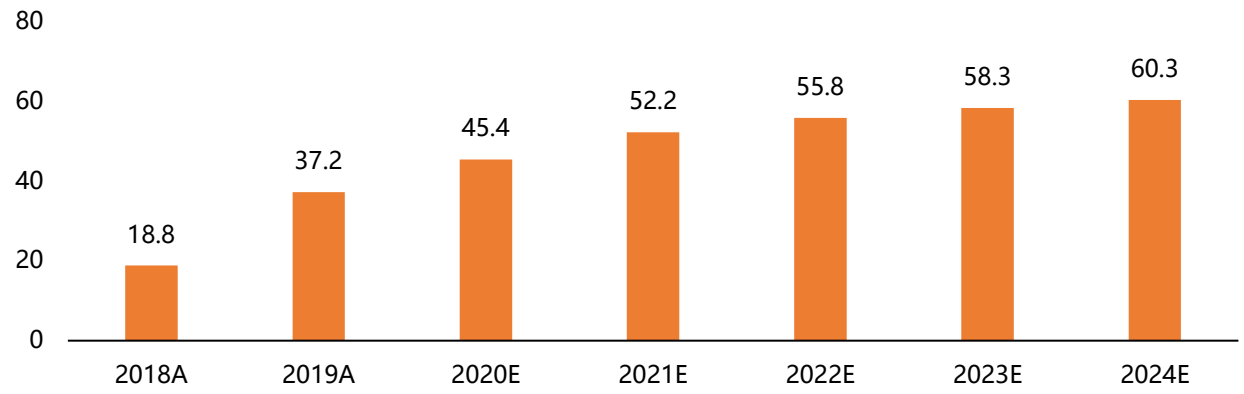
当然，这也将面临数据泄露等问题。虽然互联网时代，隐私是越来越难，但人们对隐私的关注和介意程度也是不断提高。同时，各地的监管机构也会对 Facebook 可以对用户数据的使用进行限制，甚至 Facebook 也会因为在社交领域的统治力不断面临来自反垄断的调查。

电商业务箭已出弦，还有更多可能性

5 月 19 日，Facebook 同时上线了 Facebook Shop 和 Instagram Checkout，旨在帮助商家通过社交网络进行电商运营。由于 Facebook 和 Instagram 的用户年龄层有一定区别，同时在两个主要的 App 上线，基本覆盖了公司所有用户。

Facebook 进军电商，显然并不是眼馋 Amazon 在这行的硕果，而是受到了近两年在海外市场风生水起、长期在 App 商店霸榜的 TikTok 的影响。

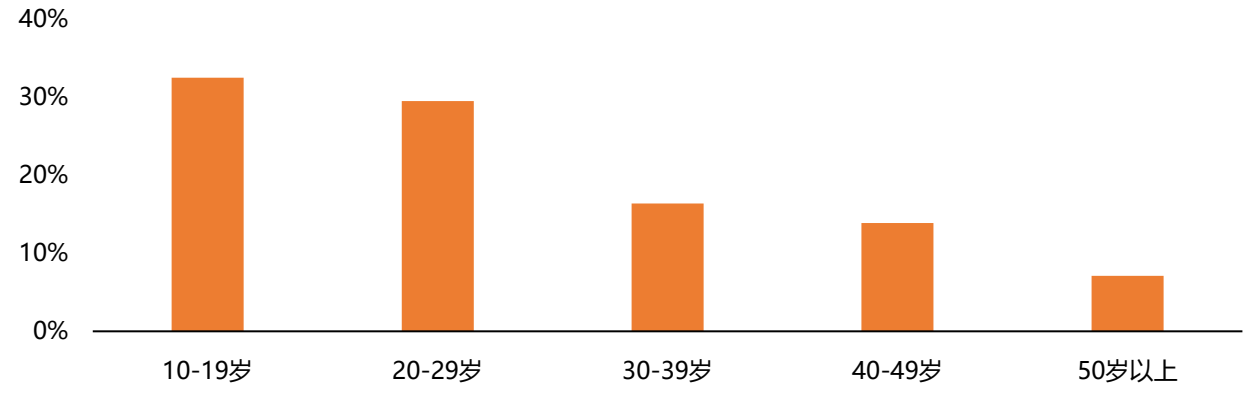
图：Tiktok 在美国的使用人数及预测（百万）



数据来源：Statista，老虎证券整理

Facebook 在美国与 Tik Tok 的竞争与腾讯在国内与抖音的竞争出入一辙，前者保持社交通讯的统治力，而后者通过短视频切入，挑战另一个通讯领域，在年轻人群体中迅速膨胀。

图：截止 2020 年 6 月，Tiktok 在美国使用人群年龄分布



数据来源：Statista，老虎证券整理

海外版“抖音”TikTok 不但在用户增长上让几乎所有 App 瞠目结舌，也给了中小商家最理

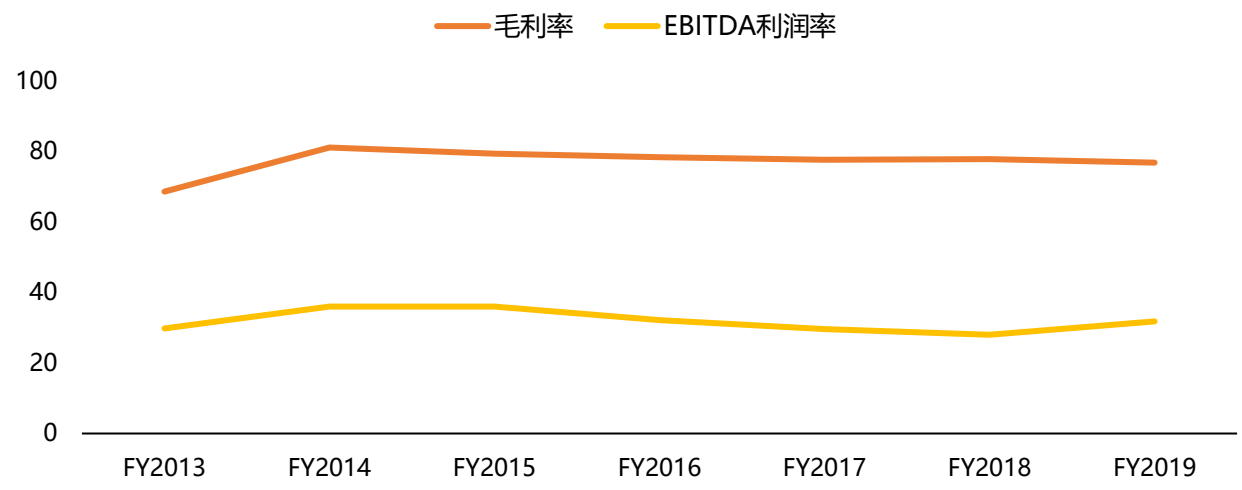
想的直销机会，将购物进行生活化。这也是 Facebook 最近对中国公司充满敌意的重要原因。

Facebook 也利用年轻人喜爱的 Instagram 推出了自身的短视频 App Reel，并向 TikTok 发动正面攻击，直接通过经济奖励，挖 Tik Tok 用户来发展其短视频服务 Reels。

Q2 业绩会上，Facebook 高管表示，目前在电商方面的努力，还更多停留在“提供免费工具来帮助中小商家”，还没有上升到从中赚取佣金和广告费这个阶段。

倒是通过发展电商，建立并壮大自己的支付系统，可能是 Facebook 近期可以实现的目标。

图：EBay 毛利率与 EBITDA 利润率(%)



数据来源：公司财报，老虎证券整理

不过，电商运营中可能出现的问题，比如假货、售后服务等问题，也将是 Facebook 面临的重要议题。

此外，公司依然还在游戏行业进行努力。COVID-19 疫情极大得促进了线上游戏的发展，Facebook 近期收下了微软旗下的 Mixer，成为 Amazon 旗下 twitch、Google 旗下 YouTube 以外的第三大游戏流媒体服务平台，说不定未来也能为 Facebook 自身的 VR 游戏公司 Oculus 服务。

估值

Facebook 的资产负债表是全市场最强大的之一，至 20Q2，Facebook 现金及等价物有 210 亿美元，加上有价证券则有 582 亿美元，而公司总负债才 292 亿美元。

我们认为，Facebook 的强大社交矩阵能一直帮助保持通讯霸主地位，并持续建立竞争优势，目前其最重要的是继续利用网络效应推动盈利能力。随着电商业务的不断推进，Facebook 的各个平台也会与广告主产生更好的协同效应。

我们使用市盈率倍数估值法，以及现金流折现两种方式对进行估值。

预计 2020 年 GAAP 净利润为 221.5 亿美元，EPS 为 7.77 美元；2021 年的 EPS 为 8.75 美元。以过去 3 年来平均市盈率 26 倍来计算，2020 年底每股对应价值为 202 美元，2021 年底对应每股价值为 227.5 美元；若以过去 4 年平均市盈率 30 倍来算，2020 年底每股对应价值为 233 美元，2021 年底对应每股价值为 262.5 美元。

考虑到 Facebook 过去三年的市盈率都在历史低位，我们认为以其影响力和市场低位而言，在电商业务有所起色之后，理应享受更高溢价，因此，我们认为 Facebook 每股价值应不低于 262.5 美元

同样，以现金流折现方式来计算，至 2021 年底每股价值为 272 美元，与上述方式遥相呼应。

因此我们认为，Facebook 每股价值应不低于 267 美元。

图：Facebook 利润表

	2017A	2018A	2019A	20Q1A	20Q2A	20Q3E	20Q4E	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	40653	55838	70697	17737	18687	19525	23329	79277	95609	114849
广告收入	39942	55012	69655	17440	18321	19121	22810	77692	93230	111876
其他收入	711	826	1042	297	366	404	519	1586	2378	2973
收入成本	5455	9355	12770	3459	3829	3656	4563	15507	18574	22391
毛利润	35198	46483	57927	14278	14858	15869	18765	63770	77035	92458
营销开支	4725	7845	9876	2787	2840	3050	3255	11932	12478	14989
一般行政管理开支	2517	3452	5465	1583	1593	1755	1992	6923	8349	10029
研发开支	7754	10273	13600	4015	4462	4877	4967	18321	27529	34471
总营业开支	14996	21570	28941	8385	8895	9682	10214	37176	48356	59489
营业利润	20202	24913	28986	5893	5963	6187	8551	26594	28679	32969
营业外收入	(392)	(448)	(826)	32	0	241	0	273	860	1034
净利息支出	(392)	(651)	(904)	(228)	168	(183)	(228)	(471)	(265)	(170)
其他收入	0	203	78	260	0	0	0	260	0	0
调整税前利润	20594	25361	29812	5861	6131	6245	8323	26397	29274	33833
法律和解	0	0	5000	0	0	0	0	0	0	0
GAAP 税前利润	20594	25361	24812	5861	6131	6245	8323	26397	29274	33833
所得税支出	4661	3248	6327	959	953	999	1332	4243	4391	5075
GAAP 净利润	15919	22112	18485	4902	5178	5246	6992	22154	24883	28758
基本加权平均股数	2901	2890	2854	2851	2840	2851	2851	2851	2845	2840
GAAP EPS	5.49	7.65	6.48	1.72	1.82	1.84	2.45	7.77	8.75	10.13
摊薄加权平均股数	2956	2921	2876	2879	2868	2868	2866	2866	2860	2860
GAAP 摊薄 EPS	5.39	7.57	6.43	1.71	1.81	1.83	2.44	7.73	8.70	10.06

数据来源：公司财报，Bloomberg，老虎证券预估

风险提示：

- Facebook 跟腾讯一样，面临来自内容行业的“搅局”竞争者，比如 Tiktok，从而用户数量造成波动或下降；在年轻人群体中的影响力不断衰退；
- 广告收入持续受到威胁；除广告外的新业务发展不及预期；
- COVID-19 疫情持续对宏观经济带来伤害，延长行业衰退周期；
- 反垄断和其他监管层面的影响大于预期，比如强迫 Instagram 独立拆分；
- 股权结构的的变化，以及 Zuckerburg 价值观和公司运营模式的冲突

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：newsletter@itiger.com。