

2025 年 02 月 19 日

Meta Platforms (META.US)

SDICS

首次覆盖

证券研究报告

软件与互联网

全球社交龙头的 AI 时代叙事

我们首次覆盖 Meta Platforms，目标价 850 美元，给予买入评级。我们看好公司在社交及数字广告的优势，对 AI 的投入可赋能社交生态及广告业务效率提升。2025 年看点包括：Advantage+ 渗透率提升、Reels & Threads 商业化进展、Llama 4 模型发布、新一代智能眼镜发布等。

报告摘要

全球社交龙头地位稳固：Meta 四款核心产品日活用户规模为 33.5 亿，约占全球互联网用户的 60%，用户规模第一，覆盖图文、视频、文字、即时通讯等全场景社交。过去 20 年，Meta 开创和引领了全球互联网社交生态，并持续在 VR&AR、元宇宙、AI 及大模型领域投入，布局下一代社交的软硬件基础设施。

短视频与 Meta AI 是当前用户粘性提升驱动：2020 年 8 月推出短视频 Reels 功能，截至 1Q24，Facebook 及 Instagram 的视频使用时长占比约为 60%，成为主流内容形式。2024 年 4 季度 Instagram 全球及 Facebook 美国市场，用户视频使用时长仍实现双位数增长。人工智能助手 Meta AI 月活用户已超 7 亿，在 2025 年有望突破 10 亿。短视频、AI 服务、产品创新是当前的用户粘性提升驱动。

AI 投入对广告主业有显著正向提振：广告是 Meta 核心商业模式，贡献约 98% 收入，其中信息流是收入基石。2021 年 4 月苹果隐私保护新政落地后，Meta 加大 AI 对广告赋能的探索，目前已在用户精准定位、广告投放自动化、广告效果归因等方面取得显著成果，2023 年/2024 年广告收入同比增 16%/22%。广告投放自动化 Advantage+ 套件已渗透 50% 以上广告主。

财务预测：我们预计广告收入未来三年的复合增速 14%，预计美国&加拿大广告收入占比仍将维持 40%+ 水平，广告收入驱动包括：Reels 用户粘性提升带动广告价格及库存双增长、Advantage+ 行业渗透率提升、以及 Threads 增量贡献。我们预计未来三年研发费用增速将高于收入增长，Reality Labs 仍会维持较高水平经营亏损，但广告主业仍呈稳健盈利趋势。预计 2024-2027E 净利润 CAGR 为 12%，净利率率小幅提升趋势。

估值：我们给予 32 倍 2025 年市盈率，约为当前纳指前瞻市盈率 (38.7x) 折价约 20%，目标价 850 美元，较现价有 19% 涨幅，首予买入评级。2025 年看点包括：Advantage+ 渗透率提升、Reels & Threads 商业化进展、Llama 4 模型发布、新一代智能眼镜发布等。我们看好公司在社交及数字广告的优势，广告价格及展示量仍有提升空间。AI 时代科技公司均加大技术投入力度，Meta 的高额资本开支及对 AI 的强势投入，利好维持技术优势，同时对主业的赋能效应直接，我们看好其在 AI 时代的新增长。

风险：美国宏观走弱影响广告主预算；大模型技术迭代迅速且竞争激烈；隐私保护加码，欧盟数字安全审查；美元走强带来汇兑损失；美股波动较大。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	116,609	134,902	164,501	189,120	215,923	243,550
同比增长 (%)	-1.1%	15.7%	21.9%	15.0%	14.2%	12.8%
净利润 (百万美元)	23,200	39,098	62,360	67,119	77,508	88,699
净利率 (%)	19.9%	29.0%	37.9%	35.5%	35.9%	36.4%
摊薄每股盈利 (美元)	8.6	14.9	23.9	25.7	29.7	33.9
市盈率 (倍)	78.2	46.4	29.1	27.0	23.4	20.5
市销率 (倍)	15.6	13.5	11.0	9.6	8.4	7.5
净资产收益率 (%)		25.5%	34.1%	32.5%	33.3%	34.5%

数据来源：公司资料，国证国际预测

本报告版权属于国证国际证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

投资评级：

买入

首次评级

6 个月目标价

850 美元

股价(2025-02-18)

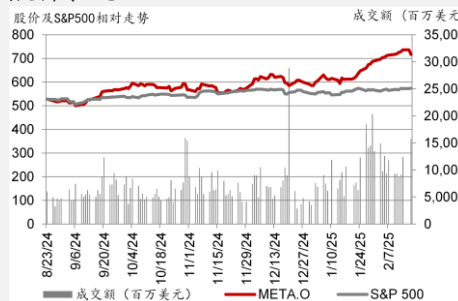
736.67 美元

总市值(百万美元)	1,815,037
流通市值(百万美元)	1,813,195
总股本(百万股)	2,190
流通股本(百万股)	2,188
12 个月低/高(美元)	587.8/740.9
平均成交(百万美元)	8,887

股东结构

Vanguard	8.73%
Blackrock	7.52%
FMR LLC	6.22%
Capital Group	4.79%
其他	72.74%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.69	24.18	29.47
绝对收益	16.91	27.78	51.93

数据来源：彭博、公司

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

投资概览

用户规模第一的全球社交龙头：Meta 旗下社交产品包括 Facebook、Instagram、WhatsApp、Messenger、Threads，覆盖图文、视频、即时通讯社交全场景。截止 2024 年 4 季度，四款核心产品（Facebook、Instagram、WhatsApp、Messenger，统称 Family of Apps）日活跃用户规模合计 33.5 亿，约占全球互联网用户（54.5 亿）的 60%。分产品角度，Facebook/Instagram/WhatsApp/Messenger 用户规模位列全球社交平台的第 1/3/4/7 名。2024 年 4 季度，Facebook、Instagram、WhatsApp 的日活用户规模在全球及美国市场仍呈现同比增长。从 2004 年上线 Facebook 至今的 20 年，Meta 定义和引领了全球社交生态。

短视频 Reels 是当前用户粘性提升驱动。短视频 Reels（2020 年 8 月推出）为嵌入 Facebook、Instagram 等核心产品中的短视频功能，截至 1Q24，Facebook 及 Instagram 的视频使用时长占比约为 60%（业绩会披露），成为主流内容形式。2024 年 4 季度，Instagram 全球视频使用时长实现双位数增长，Facebook 美国市场的视频使用时长也实现双位数增长。

广告收入拆分：2015-2024 年间，Meta 广告收入从 170 亿美元增至 1,610 亿美元，10 年复合增速为 25%，快于全球数字广告市场年复合增速（+16%）。拆分广告收入：1) 按地区分布：2024 年国际市场广告收入占比约为 56%（欧洲 24%、亚太 20%、其他 13%），中国出海企业的广告投放贡献其广告收入的 11%。2) 按 App 分布：我们根据 eMarketer、Statista 等多个第三方数据估算 Facebook/Instagram 贡献的广告收入为 64%/35%，Instagram 占比仍呈提升趋势。3) 按广告产品：信息流产品 Feeds 仍是广告收入根基，Stories 的广告效率在 2021 年实现与 Feeds 齐平，业化效率转折为 2023 年 3 季度，对整体收入贡献的影响由负贡献转为中性影响，并自 4Q23 开始贡献正向收入提振。我们仍为 Reels 仍在商业化初期阶段，未来两年或有可观增量贡献。

Reality Labs 十年：过去 5 年 Reality Labs 的累计亏损超 500 亿美元，其中 2024 年亏损 215 亿美元，公司预计 2025 年的亏损将增加。当前的探索方向主要包括智能硬件（VR&AR 头显、智能眼镜等）、元宇宙、LLM 开源模型等 AI 前沿。其中，1) Meta Quest 2 发布后至今，Meta 维持在全球 AR&VR 头显市场的领先份额（超 70%）。2) Llama 模型是全球第一梯队开源 LLM 模型，最新模型 Llama 3.3 70B 与 3.1 405B 参数模型性能持平，并在多个行业基准测试中超越谷歌 Gemini 1.5 Pro、OpenAI GPT-4o 等闭源模型。Llama 4 系列或将在 2025 年发布，将具备多模态能力，其中 Llama 4 mini 已完成预训练，或最先发布。嵌入 FoA 产品的人工智能助手 Meta AI 月活用户已超 7 亿，2025 年有望突破 10 亿。

财务预测：我们预计 Meta 2025 年收入同比增 15%至 1,891 亿美元，预计 2024-2027E 三年收入复合增速 14%。在费用端，公司指引 2025 年费用合计（COGS+OPEX）1,140 亿美元-1,190 亿美元，同比增 46%-53%。我们预计未来三年研发费用增速将略高于收入增长，Reality Labs 仍会保持较高水平经营亏损，但广告主业仍呈稳健盈利趋势。预计 2025 年公司整体净利润 671 亿美元，同比增 7%，净利润率 35%，预计 2024-2027E 净利润 CAGR 为 12%，净利润率小幅提升趋势。公司指引 2025 年资本开支 600-650 亿美元，同比增 53%-66%，资本开支的投入方向主要包括 AI 算力能力、服务器维护、数据中心、网络设备，公司在基础 AI、非 AI 业务、生成式 AI 的基础设施投资都呈现增加趋势。

目录

投资概览.....	2
一、Meta Platforms 概览	4
全球社交平台领导者+科技巨头	4
发展历程复盘	6
Facebook: 全球用户规模最大的社交平台	7
Instagram: 图片分享为核心, 年轻用户占比高	10
WhatsApp: 全球最大即时通讯服务	13
Messenger: 从 Facebook 独立出来的即时通讯服务	16
Threads: 主动出击, 补齐文字社交	17
商业模式为广告变现	18
与美股科技巨头体量对比	19
二、详解 Meta 社交生态中的广告变现	20
广告位概览	20
复盘广告收入驱动及结构	21
Facebook 及 Instagram 广告收入拆分	24
AI 赋能广告平台自动化 advantage+	29
三、美国社交媒体平台对比分析	32
全球社交媒体用户规模及时长	32
美国社交平台对比	33
四、数字广告市场概览	35
全球数字广告	35
美国数字广告市场	37
五、Reality Labs 及 AI 投入	38
Reality Labs 收入拆分	38
智能硬件: Meta Quest & Ray-Ban Meta	39
开源大模型 Llama	42
六、财务预测	45
七、估值	48
股东回报	48
估值&目标价	48
八、风险提示	50

一、Meta Platforms 概览

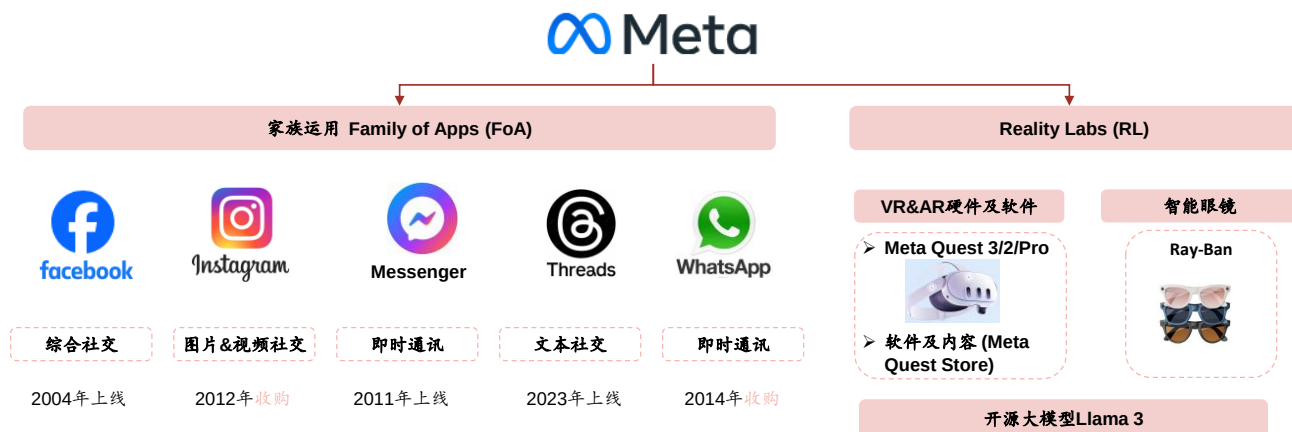
全球社交平台领导者+科技巨头

全球用户规模领先的社交平台领导者及科技龙头。Meta 成立于 2004 年，创始人为哈佛大学大二学生 Mark Zuckerberg（扎克伯格）。经过 20 年发展，已成长为全球社交平台龙头，旗下核心产品包括 Facebook、Instagram、WhatsApp、Messenger，统称 Family of Apps（家族 Apps，简称 FoA）。截止 4Q24，Meta FoA 的日活跃用户（Daily Active People, DAP）为 33.5 亿，约占全球互联网用户（54.5 亿）的 60%，占全球社交用户（51.7 亿）的 63%，占全球人口（81.6 亿）的 40%，是全球用户规模最大的社交平台公司。从产品角度看，Facebook 月活约为 30.7 亿，是全球用户规模第一的社交平台，较 YouTube 高 22%，对比 TikTok（15.8 亿）、微信（13.4 亿）。

Meta 为美股科技巨头之一，也是开源大模型领导者，正探索下一代社交交互生态。2014 年成立 Reality Labs，至今已有 10 年，布局主要为：1）硬件：VR/AR/XR 头显/眼镜、智能眼镜、相关软件系统，依托社交积累，Meta 正探索新一代社交生态。2）大语言模型 Llama 系列是开源模型第一梯队，Meta AI 月活跃用户规模已超过 7 亿（4Q24）。

公司当前整体战略重点为：1）提升 AI 在全产品和生态的渗透率；2）提升生态用户体验及粘性；3）提升短视频 Reels 变现能力；4）优化广告主投放体验并提升广告投资回报率。

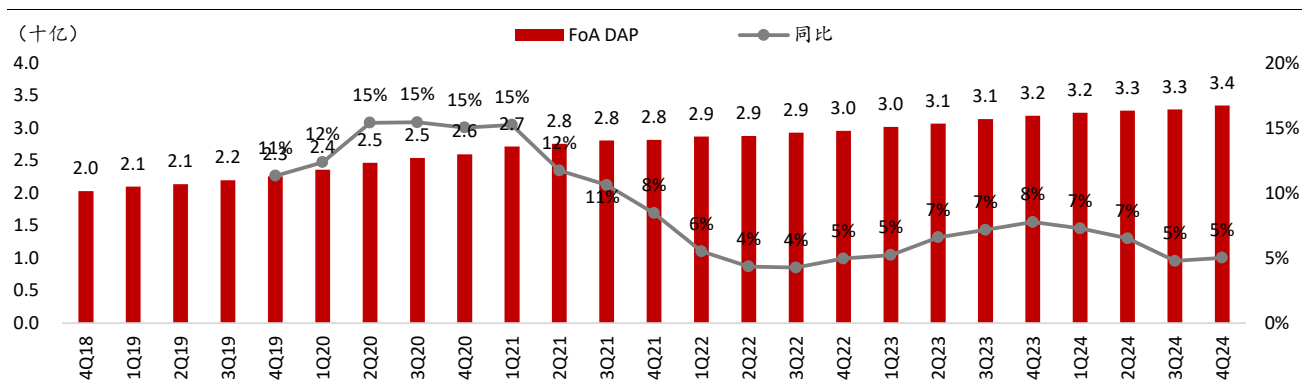
图表 1：Meta 产品矩阵：FoA 社交平台矩阵覆盖多元社交需求；Reality Labs 为大模型研发、并探索 VR&AR 等新的社交交互生态



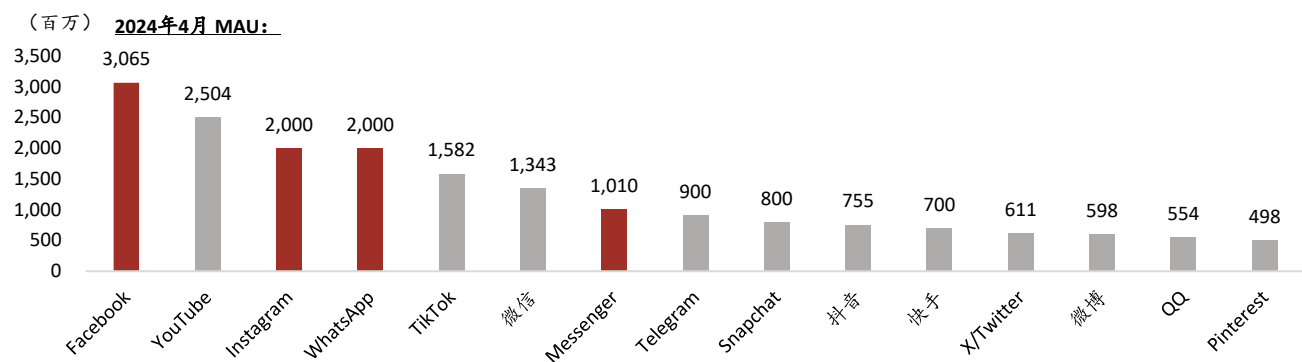
资料来源：公司官网，国证国际

对社交平台而言，用户规模、粘性、行为偏好是生态的核心。我们首先看 Meta 用户增长情况。Meta 自 4Q19 开始披露 DAP（Daily Active Person）数据，指每日登录至少一款 FoA 产品的用户，FoA（家族应用）包括 Facebook、Instagram、Messenger、WhatsApp。截至 2024 年 4 季度，Meta 全球 DAP 用户规模为 33.5 亿。

我们认为，用户增长的驱动主要来自：1）社交产品的社交裂变属性；2）用户行为及喜好研究驱动的快速产品功能迭代；3）国际化覆盖早，国际化程度较其他美国社交平台高，打开用户增长天花板。

图表 2：截至 4Q24，Meta 全球 DAP 为 33.5 亿，仍保持个位数增长


资料来源：公司财报，国证国际（注：公司自 4Q19 开始披露 DAP 数据，追溯至 4Q18）

图表 3：MAU 对比：Facebook/Instagram/WhatsApp/Messenger 用户规模位列第 1/3/4/7


资料来源：DataReportal，国证国际（注：2024 年 4 月）

发展历程复盘

股价及市值复盘：公司于 2012 年 5 月 18 日在纳斯达克上市，募集资金 160 亿美元，IPO 发行价为 38 美元，市值约为 810 亿美元，目前市值超 1.8 万亿美元，上市至今的市值年复合增长率为 27%。

复盘公司发展，我们认为重要的战略节点包括：1) 收购 Instagram，并持续丰富产品矩阵，以产品创新驱动用户规模增长；2) 收购 Oculus，成立 Reality Labs，探索 VR/AR、元宇宙、大模型等前沿技术，探索新一代社交形态。

股价走势的影响因素主要包括：广告收入增长情况、成本控制、战略转变，下行风险主要来自隐私保护及反垄断审查。股价分段表现：

- 1) 2012 年上市至 2017 年期间，股价稳步提升，受益于产品迭代及收购 Instagram 和 WhatsApp，用户规模快速扩张，带动广告收入及利润增长。2012-2017 年，MAU 从 10 亿翻倍至 21 亿人，收入增长 7 倍。
- 2) 2018 年累计跌幅 26%，主要因业绩持续不及预期。欧盟 GDPR 生效，欧洲用户同比减少；“剑桥分析”隐私事件后，审核成本增长；美元强势的汇率逆风。
- 3) 2021 年累计涨幅 23%，全年收入同比增 37%，经济复苏，广告主投放意愿增加，广告价格提升；反垄断诉讼被驳回；全年回购 448 亿美元。
- 4) 2022 年累计跌幅 64%，受 TikTok 竞争、苹果 iOS 隐私更新的逆风影响，2022-4Q22，收入连续 3 个季度均为同比下降，同时元宇宙投资亏损扩大。此外，美联储启动加息周期。
- 5) 2022 年累计跌幅 64%，受 TikTok 竞争、苹果 iOS 隐私更新的逆风影响，2022-4Q22，收入连续 3 个季度均为同比下降，同时元宇宙投资亏损扩大。此外，美联储启动加息周期。
- 6) 2024 年涨幅 65%，2025 年 YTD 涨幅 22%，AI 对广告转化效率提升开始显现，同时加码股东回报（回购额度增长+首次派息）。
- 7) 2025 年年初至今涨幅 22%，大幅领先于 M7 其他公司，广告收入强劲，AI 投入对主业有正向循环作用。

图表 4：Meta 市值复盘：广告收入强劲、投入控制及股东回报是股价增长的关键；股价下行风险主要来自宏观逆风、隐私问题、反垄断审查等



资料来源：公司资料，彭博，国证国际（注：截至 2025 年 2 月 18 日）

Facebook：全球用户规模最大的社交平台

未来产品战略：AI 与产品融合，构建下一代社交产品。

根据公司披露信息，Facebook 未来的战略重点聚焦在两方面：1) 构建下一代社交媒体：据公司数据，2024 年 5 月，Facebook 在美国&加拿大的年轻人（18-29 岁）DAU 为 4,000 万，是过去三年最高的水平。年轻人广泛使用 Marketplace、Reels、Date 等功能，覆盖娱乐、社交、资讯搜集等，Facebook Groups（群组）的月活用户数约为 18 亿。2) AI 融入产品：持续迭代 Reels 和 Feeds 模型架构，将生成式 AI 技术运用于社交各环节。公司的目标为到 2026 年底，拥有全球最领先的推荐技术。在产品侧，更新视频体验，优化内容创作者创作及变现流程，Professional Mode 的日活用户在上线 18 个月后又突破 1 亿。

成长史回顾：如何成长为全球用户规模最大的社交平台？

2004 年 2 月，19 岁的哈佛大学大二学生马克·扎克伯格（Mark Zuckerberg）与三位同学（Dustin Moskovitz、Chris Hughes、Eduardo Saverin）创立 thefacebook.com，用户可分享照片及生活动态，初期仅对哈佛大学学生开放注册，后续陆续拓展大学及高中，2004 年底用户突破 100 万，2006 年 4 月上线移动版本，2006 年 9 月起，向 13 岁以上公众开放注册，2008 年 Facebook 超越 Myspace，成为全球访问量最大的社交媒体平台。

Facebook 定义社交媒体。我们观察 Facebook 的早期产品功能，对社交媒体的发展走势具有定义性的作用，例如：1) Facebook Wall：2004 年 9 月上线，用户个人主页，展示用户的姓名、头像、封面图片、好友列表、点赞等信息，体现实时共享特点，是社交网络的关键元素。基于此，后续衍生出为 Facebook Page（页面）、Timeline（时间线）等功能。2) Timeline：2011 年 2 月推出，以时间轴方式展示用户的生活分享，体现引人入胜的故事性，提振用户时长和粘性；3) Facebook Photos：2005 年 10 月上线照片墙，后续推出标注功能，用户可在分享照片中标注好友，强化社交关系链条。4) News Feeds：2006 年 9 月上线，开创信息流的展示形式，按好友发布动态的时间顺序排列动态。5) 点赞按钮：2009 年 2 月上线，用户可通过点赞反馈感兴趣的内容，newsfeeds 开始从时间顺序排列变更为按用户可能按兴趣的内容排列，对平台内容生态及分发算法有重要影响的指标。

图表 5：Facebook 开创性产品功能，定义社交媒体



资料来源：公司官网，公开资料，国证国际

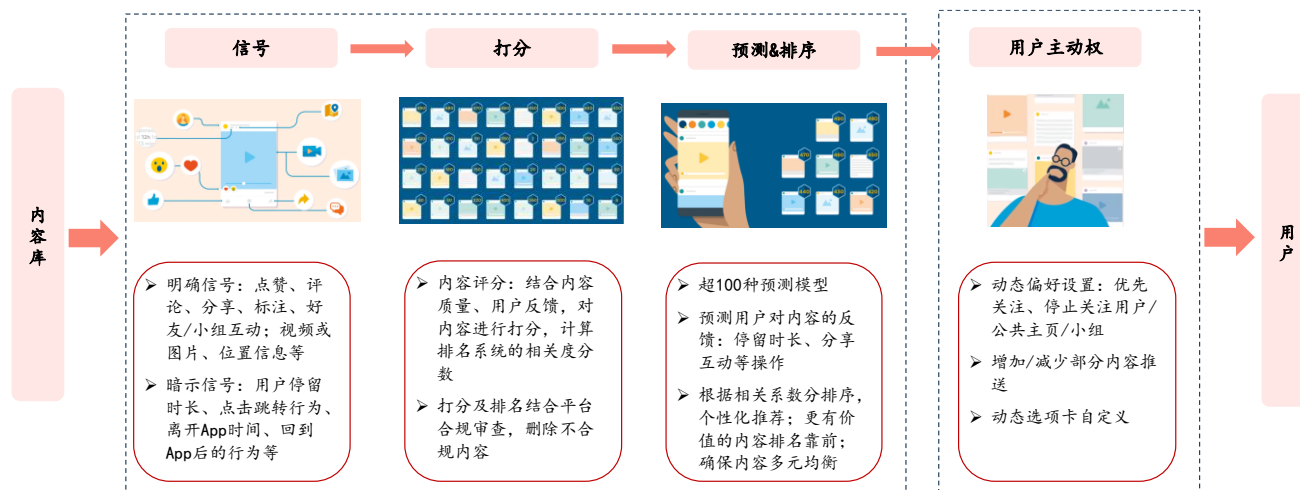
News Feeds 算法：Facebook 每天为 20 亿日活跃用户推荐内容，其中每位用户的实时排名内容超过 1000 个。根据 Facebook 官网上公布的 News Feeds 算法规则，平台在向用户推荐信息流前，主要完成 3 个步骤：

- 1) **用户信号分析：**平台分析用户最近浏览的内容（包括好友动态、公共主页、小组内容等），分析用户的浏览及使用行为记录，其中，明确的信号指标包括：内容本身是视频还是图文、视频及图文质量、发布位置等，用户对内容的点赞、评论、分享、好友/群组互动；暗示的信号指标包括，用户在某一内容的停留时长、点击链接的跳转行为、退出时长、重新返回后的行为等。
- 2) **对内容进行打分：**结合信号分析的结果，给内容给与量化评分，鉴定内容质量，同时结合平台的内容审查，对不符合平台内容导向的内容删除。
- 3) **预测&排序：**公司现有超过 100 种内容预测模型，可预测用户对某一内容的反馈，包括是否感兴趣、感兴趣的程度、可能的停留时长、及浏览后的互动行为。内容做到个性化推荐，更有价值的内容排名更靠前，并确保内容多元均衡。

此外，平台给与用户主动选择的权利，用户可设置 News Feeds 选项卡中优先关注、停止关注某一好友、公共主页、小组的内容，也可对推送内容做出增加或减少推送的反馈，从而改变推送内容的权重系数。

我们观察到，当前各社交平台的内容推荐算法的具体的评分及预测模型或各有不同，且模型数量繁多，但算法核心均为内容和用户的匹配，向用户推荐其潜在感兴趣内容和适当的广告内容，不仅关乎使用时长、互动等用户粘性指标、平台整体流量规模及分布等，也影响广告变现效率表现，及对用户使用行为的干扰程度，从而影响平台长期的潜在变现潜力和可持续性。

图表 6：Newsfeeds 算法：从用户行为信号中，分析和预测潜在感兴趣内容，并给与用户一定选择权

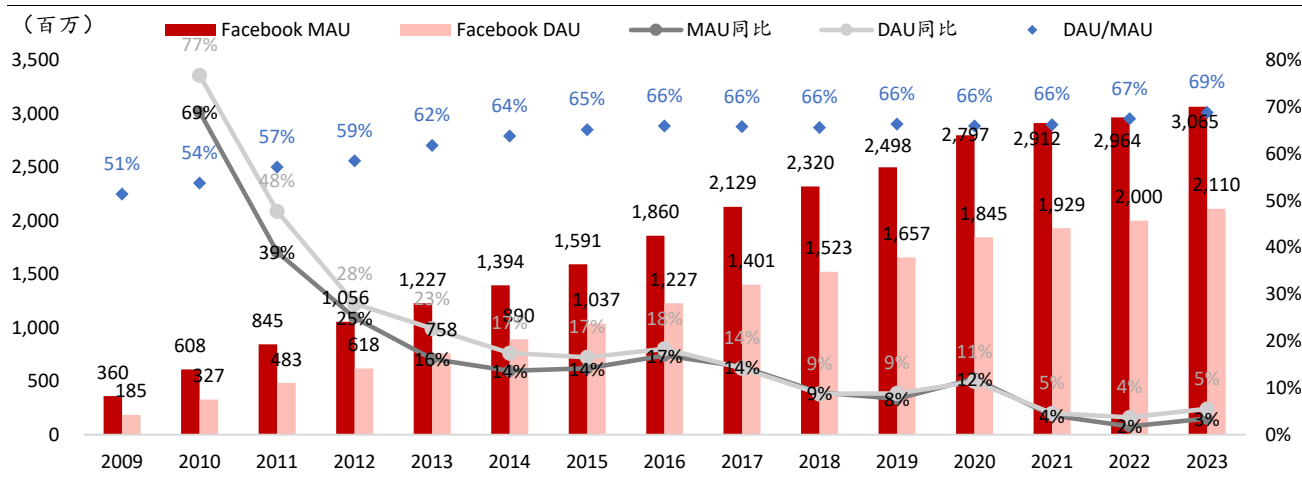


资料来源：公司官网，公开资料，国证国际

用户增长阶段拆分：2004 年 12 月，活跃用户规模突破 100 万。2010 年 7 月，用户突破 5 亿人，2012 年 10 月，MAU 突破 10 亿人。MAU、DAU 先后在 2017 年、2022 年突破 20 亿人，在 2020 年实现最大规模 MAU 净增（净增 2.99 亿），MAU 在 2023 年突破 30 亿。

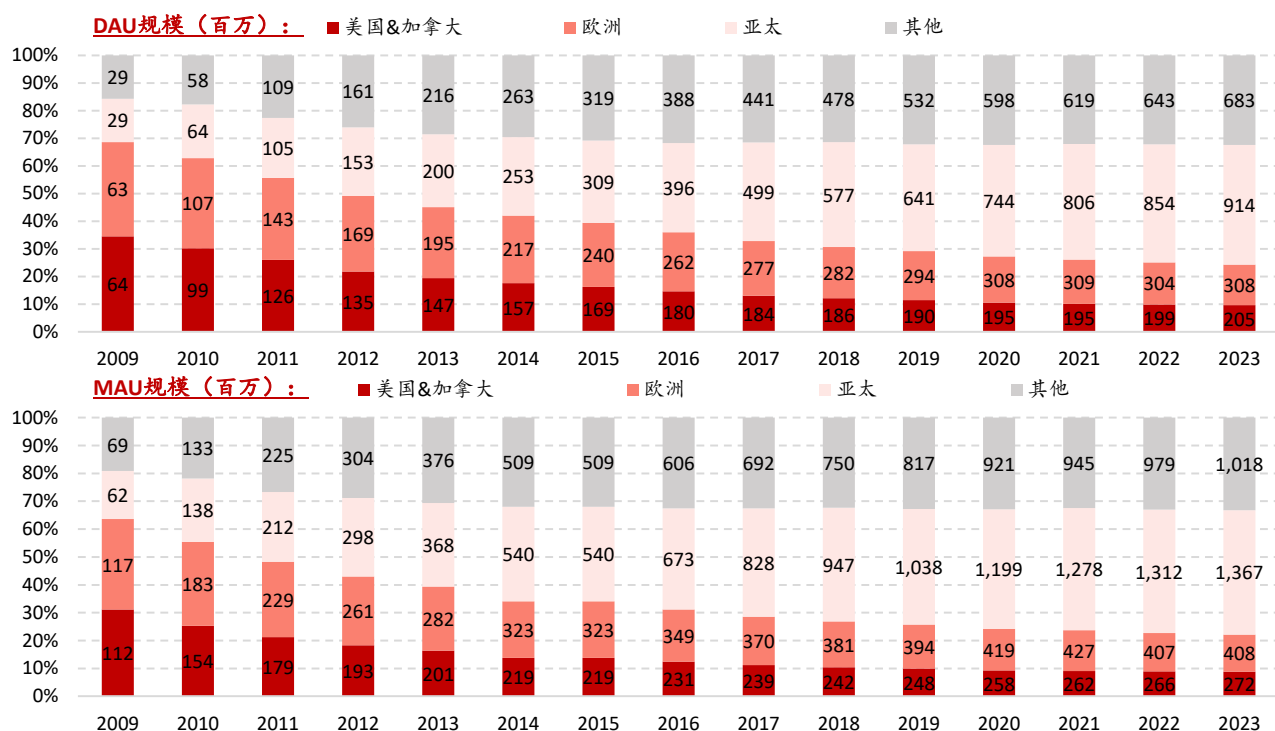
用户区域分布：目前美国&加拿大之外的用户占比 90%，其中亚太占比约 43%、欧洲 15%、其他 32%。从国家分布看，Facebook Top 3 用户规模市场为印度（3.5 亿）、美国（1.8 亿）、巴西（1.1 亿），其次为印尼、墨西哥、越南、泰国等。从用户粘性角度，整体 DAU/MAU 约 69%，其中美国&加拿大、欧洲市场约为 75%，高于亚太及其他地区。

图表 7：2009-2023 年，Facebook MAU、DAU 年复合增速为 19%、17%；MAU、DAU 先后在 2017 年、2022 年突破 20 亿人



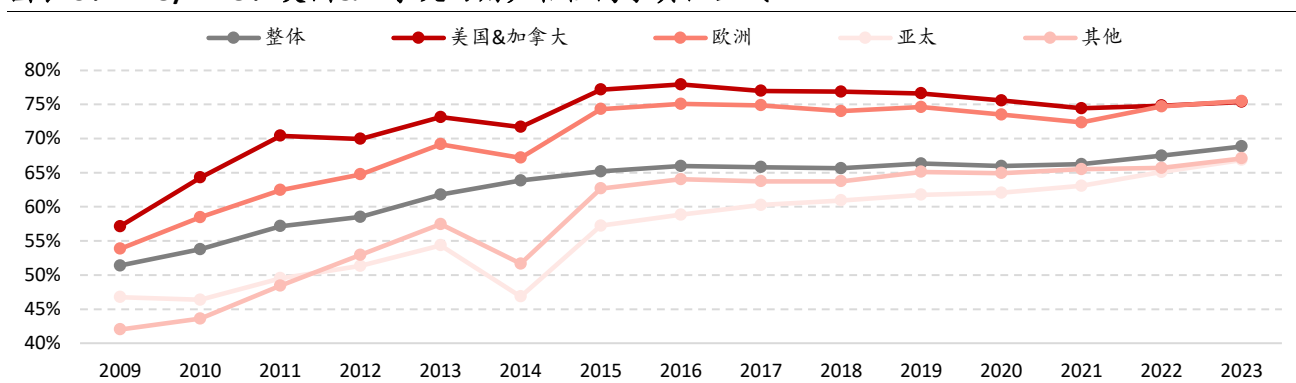
资料来源：公司财报，国证国际

图表 8：Facebook 日活及月活用户区域分布：目前美国&加拿大之外的用户占比 90%



资料来源：公司财报，国证国际（注：2024 年起公司不再公布分区域用户情况）

图表 9：DAU/MAU：美国&加拿大的用户粘性高于其他区域



资料来源：公司财报，国证国际

Instagram：图片分享为核心，年轻用户占比高

Instagram 发展历程简介：Instagram iOS 版本在 2010 年 10 月上线，创始人为斯坦福大学毕业生 Kevin Systrom。Instagram 取名源自，Instant Camera 和 Telegram 的合成词，也反映了其手机照片分享的产品定位。Instagram 发布两个月后注册用户突破 100 万，并在 2011 年底突破 1,000 万。2012 年 4 月 3 日，推出安卓版。2012 年 4 月 9 日，Facebook [宣布收购](#) Instagram，交易对价 10 亿美元（含 3 亿美元现金及 Facebook 股权 2,300 万股），约为 Facebook 2011 年总收入（37 亿美元）的 27%。收购完成后 Instagram 仍保持独立运营。2018 年 9 月，Instagram 创始人 Systrom 和 CTO Krieger 离职，Facebook 高管 Adam Mosseri 出任 Instagram 负责人，并维持至今。

我们认为 Meta 成功完成该笔收购交易的主要原因有：**1) Instagram 的产品力及创新力：**Instagram 早期已展现出强劲的产品能力和创新能力，收购时 Instagram 员工仅有 16 位，但 iOS 用户已超 3,000 万，用户潜力巨大。**2) 收购是双赢选择：**对 Meta 而言，收购 Instagram 可强化基于图片的社交垂类，同时与当时 Facebook 移动端转型战略协同；对 Instagram 而言，Facebook 的资金及技术资源可协助其发展，将竞争对手转换为竞争伙伴。收购时，Facebook MAU 约为 9 亿（是 Instagram 的 30 倍），已是移动社交领域用户规模领先的龙头，若 Instagram 未被 Meta 并购，其必定将在获客和运营上与 Facebook 直接竞争，且资金及技术优势不及前者，收购后，Instagram 保持独立性的同时，也获得良性发展环境和资源支持。

图片分享是产品核心定位，顺应用户需求变化及竞争加码视频赛道。对比 Instagram 初版及最新版（图表 10），图片分享功能始终为产品的核心定位，产品交互界面设计简洁，体现审美，产品的版本迭代中，新增功能主要围绕图片编辑工具（如各类滤镜、贴纸、特效）、更新内容推荐算法等。Instagram 重要的产品节点包括：1) 2013 年开始探索视频及直播功能，对标 Snapchat，补齐直播和视频能力。2) 2016 年 8 月发布的 Stories，标记用户每天的高光时刻；3) 2020 年 8 月的短视频 Reels 功能，支持用户发布 15-60 秒视频内容，应对 TikTok 竞争。

图表 10: Instagram: 图片编辑及分享到视频分享


资料来源: 公司官网, 公开资料, 国证国际

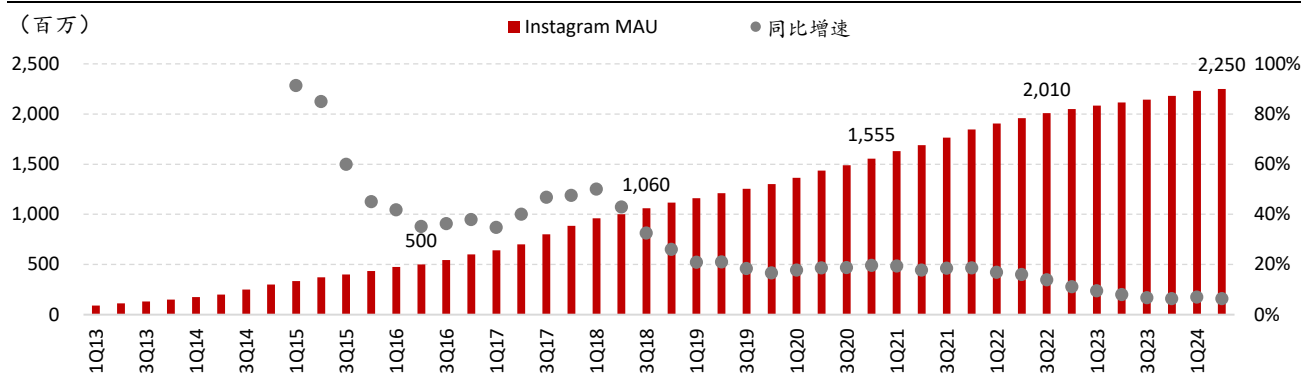
图表 11: Instagram 重要功能及商业化动态更新

日期	功能	说明
重要产品更新		
2011.09	Instagram iOS 2.0	更新照片滤镜、旋转、边框、高分辨率等
2012.04	Instagram Android	首日下载量超100万
2013.06	Video sharing	支持15秒视频发布
2013.12	Direct Message	私信功能
2015.06	Search and Explore	位置搜索
2016.02	Video View Counter	展示视频观看次数
2016.05		极简主义设计更新, 内容算法更新
2016.08	Stories	对标Snapchat, 有效期为24小时的动态
2016.10	Windows版本上线	电脑客户端版本上线
2016.11	Live Videos	支持用户长达1小时的直播
2018.06	Video Chat	视频通话
2018.06	IGTV	独立视App+Instagram嵌入功能, 用户可上传长达1小时的视频内容
2020.08	Reels	15-60秒音乐短视频内容
2020.11	Guide	话题照片集
2021.03	Live Rooms	4人视频直播
广告及商业化相关		
2013.07	Embed Content	发布带有链接的帖子
2013.11	Sponsored Post	广告支持内容
2014.08	Essential Instagram ad tools	广告分析工具, 帮助品牌监测和评估广告投放效果
	Advanced Ad Tools	更新广告展示形式, 方便用户跳转广告主网站并下单或安装
	30-Second Video Ads	30秒视频广告
2015.10	Boomerang	1秒内抓取5张图片并转换为无声视频
2016.02	Switch Between Multiple Accounts	便捷广告主账户切换
2017.03	Instagram Shopping	方便品牌方创建购物橱窗
2019.03	Checkout	支付功能
2020.05	Instagram Shops	全新购物功能
2022.01	Instagram Subscriptions	为创作者提供内容订阅功能
2023.05	Reminder Ads	开始允许在搜索结果中投放广告

资料来源: 公司官网, 公开资料, 国证国际

用户增长：10 年时间 MAU 从 1 亿增至 20 亿。2013 年 2 月，Instagram MAU 突破 1 亿，2014 年 12 月，突破 3 亿，2015 年 9 月，4 亿，2016 年 5 月，5 亿。2018 年 6 月，MAU 突破 10 亿，2022 年 3 月，MAU 突破 20 亿。我们认为，Instagram 用户的增长驱动主要来自：1) 极致的产品美学，极简交互界面，与其他社交 App 形成差异；2) 快速迭代产品体验，捕捉潮流热点，迎合年轻用户喜好；3) 持续的规模效应。

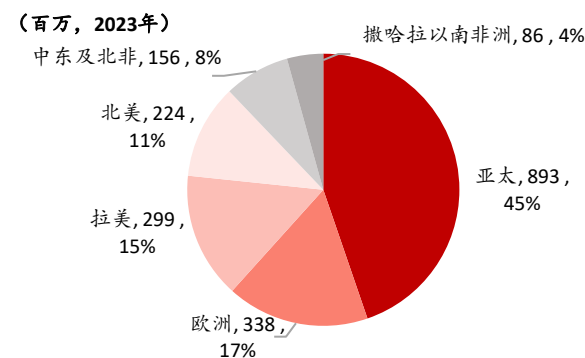
图表 12：2013 年至今 Instagram MAU 增长显著



资料来源：Business of Apps Analysis，国证国际

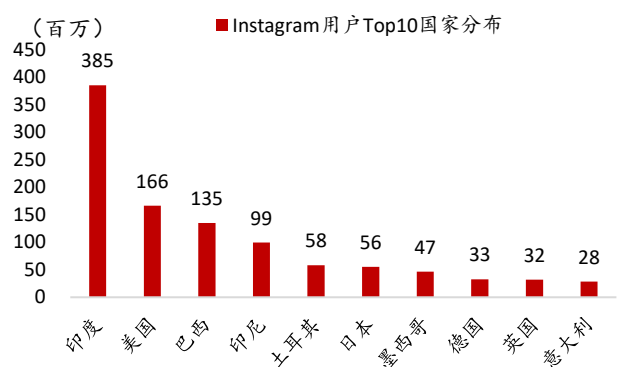
年轻用户占比高。Instagram 全球用户分布看，亚太用户占比最高，近 9 亿，其中印度近 4 亿。欧洲用户 3.38 亿，北美为 2.24 亿。我们拆分美国市场的用户年龄结构，据 eMarketer 数据，Instagram 18-24 岁/24-34 岁用户规模为 2,500 万/3,800 万，对该年龄段人口的渗透率均超 80%，合计占 Instagram 用户的 44%。作为对比，Facebook 用户规模最高的用户年龄段为 25-34 岁及 35 岁-44 岁，Instagram 的年轻用户占比高。

图表 13：Instagram 用户区域分布（2023 年）

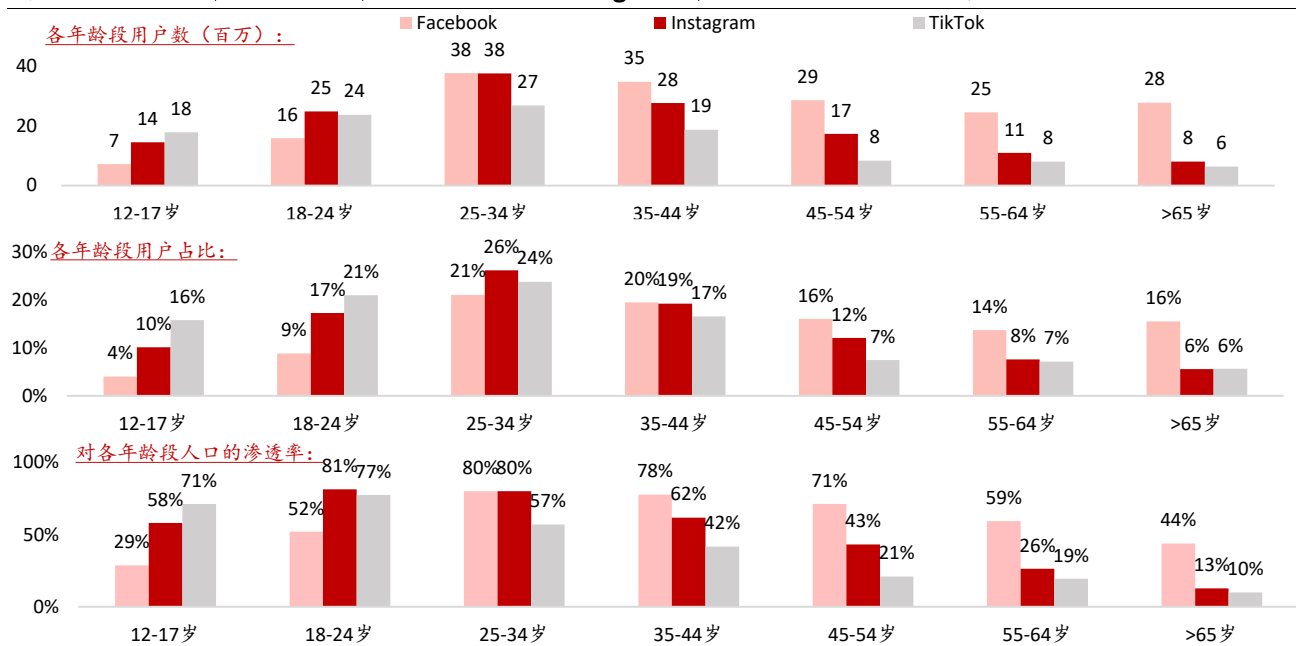


资料来源：Business of Apps Analysis，国证国际

图表 14：用户 Top10 国家（2024 年）



资料来源：Data Reportal，国证国际

图表 15：2024 年美国用户年龄结构对比：Instagram 年轻用户规模及占比高于 Facebook


资料来源：eMarketer，国证国际

WhatsApp：全球最大即时通讯服务

WhatsApp 成立于 2009 年 2 月，创始人 Brian Acton 和 Jan Koum 为雅虎前员工，名称灵感源自英文打招呼用语“What's Up”的谐音，产品初衷为替代传统运营商的短信服务，使用移动宽带提供即时通讯服务。目前，产品功能已拓展至接受和发送各类信息，包括文本、音频、视频、图片消息等，运营范围超全球 180 个国家和地区。

Meta 历史上交易金额最大的收购。2014 年 2 月，Facebook 宣布收购 WhatsApp，交易对价 160 亿美元，包括 40 亿美元现金及 183,865,778 股 Facebook 的 A 类普通股（合计月 120 亿美元），约为谷歌出价的 2 倍。该笔收购交易在当年 10 月 6 日通过监管审批，Facebook 股价涨至 77.56 美元，最终交易价格提升至 218 亿美元，约为当时 Facebook 市值的 10%，及 Facebook 2014 年收入的 1.7 倍，是 Meta 历史上交易金额最大的收购，我们在文末附有更完整的 Meta 历次收购交易情况。

图表 16： Meta 交易对价最高的 10 笔收购

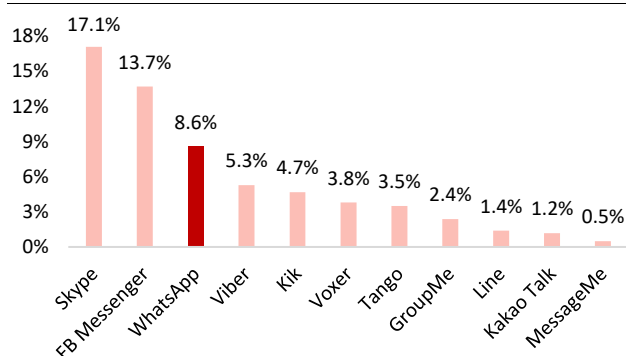
收购标的	交易对价（百万美元）	收购年份	标的简介
WhatsApp	22,000	2014	即时通讯
Oculus VR	2,000	2014	VR 厂商
Instagram	1,000	2012	图片及视频社交
LiveRail	500	2014	视频广告服务商
Onavo	200	2013	数据分析及处理
Face.com	100	2012	人脸识别
RedKix	100	2018	企业通讯
Parse	85	2013	流程自动化
Pebbles Interfaces	60	2015	3D 手势交互软件及硬件厂商
FriendFeed	50	2009	社交

资料来源：CBInsights，国证国际

收购目的分析：根据公司披露，收购交易发生时，WhatsApp MAU 为 4.5 亿人，其中 70% 为日活用户，远高于行业平均 10-20%，同时每日新增注册用户超过 100 万，10 亿用户预见性很高，消息量接近全球电信 SMS 总和。人员配置上，此时 WhatsApp 的工程师数量为 32 名，平均每位工程师支持 1,400 万用户。快速的用户增长是其收购的核心原因。

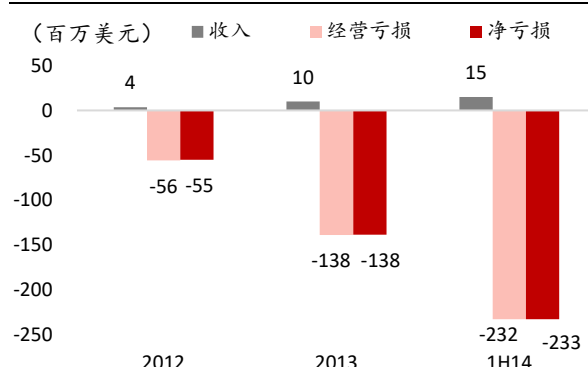
收购交易前的 WhatsApp：据 Onavo（Facebook 收购公司）披露数据，在收购交易前，2012 年 8 月-2013 年 3 月期间，美国即时通讯服务市场中，WhatsApp 的用户覆盖率为 8.6%，但增速迅猛，2013 年 4 月，WhatsApp 的日均消息发送量为 82 亿条，为 Facebook Messenger（35 亿条）的 2.3 倍。在财务表现上，2013 年，WhatsApp 收入为 1,000 万美元，经营亏损及净亏损为 1.38 亿美元，在 2014 年上半年，经营亏损扩大至 2.3 亿美元。

图表 17：收购交易前美国即时通讯用户覆盖率



资料来源：公司资料，Onavo, Nielsen, 国证国际（注：2012 年 8 月-2013 年 3 月，美国 iOS 客户端用户）

图表 18：收购交易前 WhatsApp 收入及亏损



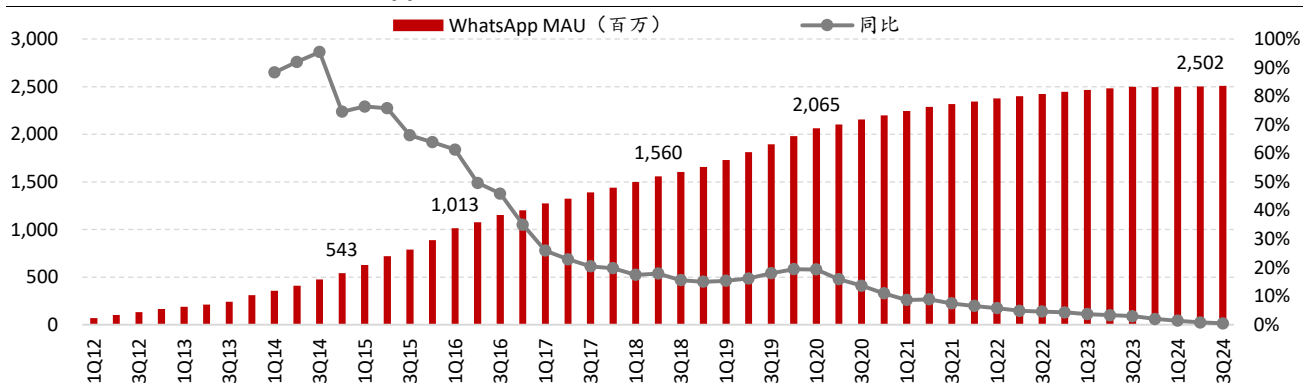
资料来源：SEC, 国证国际

商业模式变更：目前 WhatsApp 的收入主要来自商业版的消息付费。从收入规模看，2022 年/2023 年收入为 9.1 亿美元/12.8 亿美元，2024 年季度收入约 4.6 亿美元，对总收入占比约为 1%。

- 早期订阅模式：**在早期的商业模式上，用户使用 WhatsApp 首年免费试用，第二年开始收取 1 美元/年的费用，对比 SMS 信息费用约 150 美元/年，产品极具性价比。2016 年 1 月，WhatsApp 取消订阅费，转为完全免费，开始探索企业版及新的变现模式。因数据共享和加密、及货币化程度的分歧，WhatsApp 创始人 Brian Acton、Jan Koum 先后在 2017 年、2018 年离开公司。
- 商业版：**2018 年初推出 WhatsApp Business，为中小企业商户提供客户交流平台，平台提供各类工具，如自动消息、数据分析、客户管理、商业营销等。此后推出针对大中型企业用户的 WhatsApp Business Platform，以及商业化变现探索 WhatsApp Business API，企业用户在平台免费回复客户消息 24 小时开始收取每条消息的固定费用，针对大中型企业用户。2018 年底的用户规模为 2,100 万，截至 2024 年 10 月，商业版用户规模为 2.85 亿（图表 21），较 2023 年增加 17%。
- 支付：**2020 年 11 月，WhatsApp 开始在还在用户规模最大的印度和巴西开展支付功能 WhatsApp Pay，类似微信支付，通过实时支付统一支付接口（UPI），支持用户实现银行对银行的支付和转账，并通 WhatsApp 消息一样，实现端到端加密。
- 广告探索：**WhatsApp 不支持直接投放广告，但企业可使用 Facebook 和 Instagram 广告将用户引流至 WhatsApp 进行客户交流、查询、销售服务。
- 增值服务：**付费贴纸和表情符号等，增强消息传递体验。

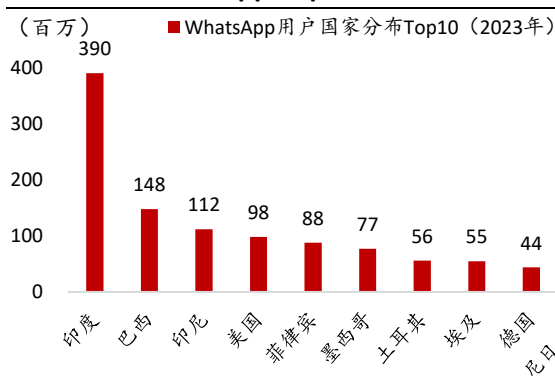
用户增长: 2020 年 2 月, WhatsApp 宣布全球用户规模超 20 亿。从国家分布看, 印度是用户规模最大的市场, 为 3.9 亿, 其次为巴西 (1.5 亿)、印尼 (1.1 亿)。据公司官网, 截至 2024 年 7 月, 美国 WhatsApp 用户人数现已突破 1 亿。

图表 19: 2012 年至今 WhatsApp MAU 增长情况



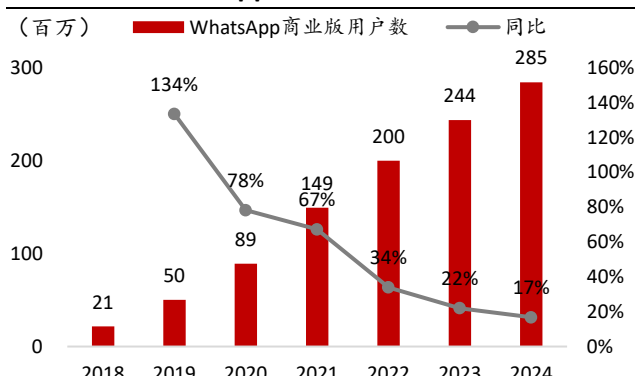
资料来源: Business of Apps Analysis, 国证国际

图表 20: WhatsApp Top10 用户国家分布



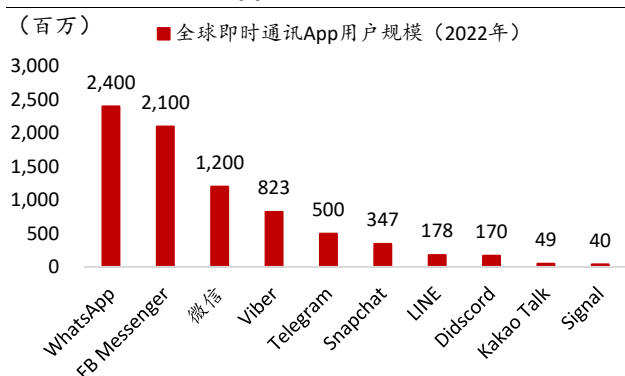
资料来源: eMarketer, 国证国际

图表 21: WhatsApp 商业版用户数约 2.85 亿



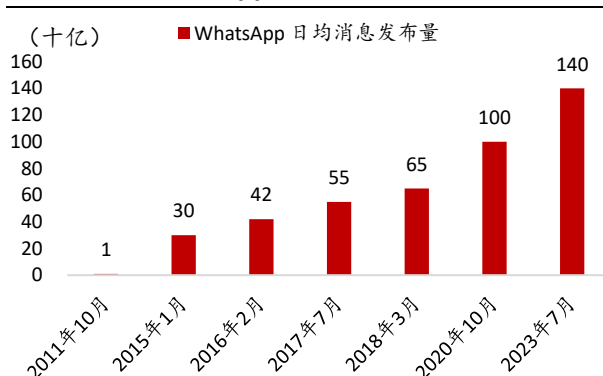
资料来源: Business of Apps Analysis, 国证国际 (注: 截至 2024 年 10 月)

图表 22: WhatsApp 用户规模领先

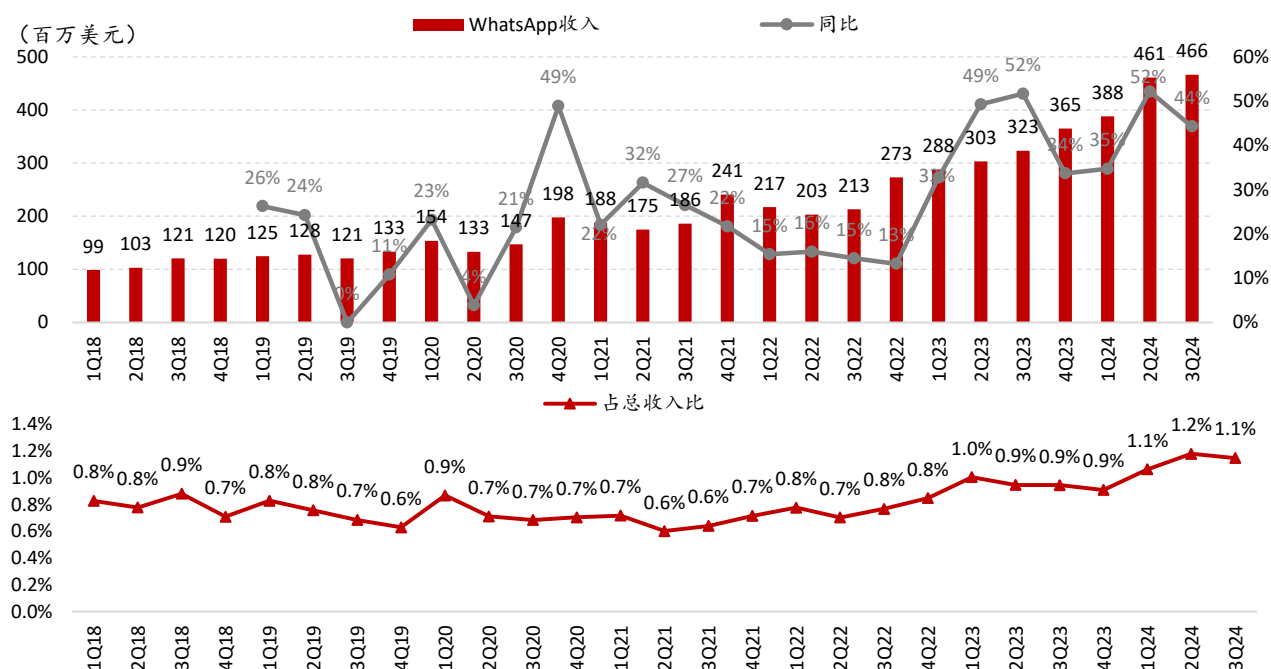


资料来源: TechCrunch, 公司资料, 国证国际

图表 23: WhatsApp 日均消息发送量



资料来源: WhatsApp, Statista, 国证国际

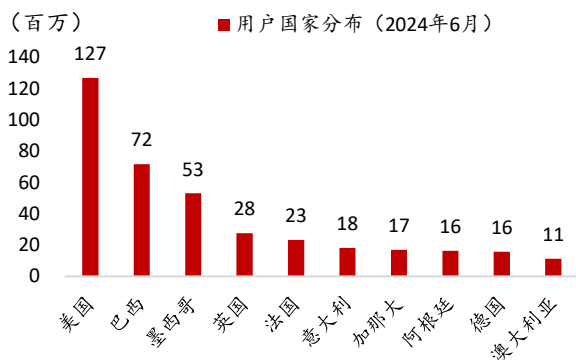
图表 24：当前 WhatsApp 收入对 Meta 总收入占比约为 1%


资料来源：Business of Apps Analysis, Forbes, Social App Report, 国证国际

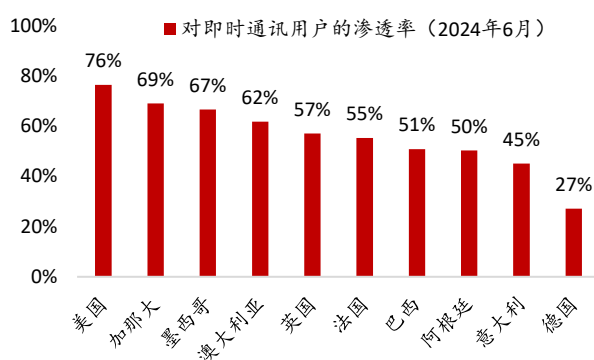
Messenger：从 Facebook 独立出来的即时通讯服务

2011 年 8 月，Facebook 将即时通讯功能（Facebook Chat）独立出来，推出 Facebook Messenger，简化用户聊天流程，实现高效和专注的互动，后续推出语音通话（2015 年）、机器人 Messenger Bots（2016）、客户服务、贴纸、AR 滤镜和效果（2019 年）等功能，平台消息进行端到端加密。

用户增长：发展初期用户增长缓慢，2014 年初 Facebook 主站取消通讯功能，Messenger 开始用户起量，2014 年 5 月 MAU 突破 5 亿，2016 年 7 月突破 10 亿，2017 年 9 月宣布 MAU 突破 13 亿，此后不在公布，根据 eMarketer，当前 MAU 规模已较巅峰回落。美国市场中，FB Messenger 用户高于 WhatsApp 用户，也是 Messenger 用户规模第一的市场。

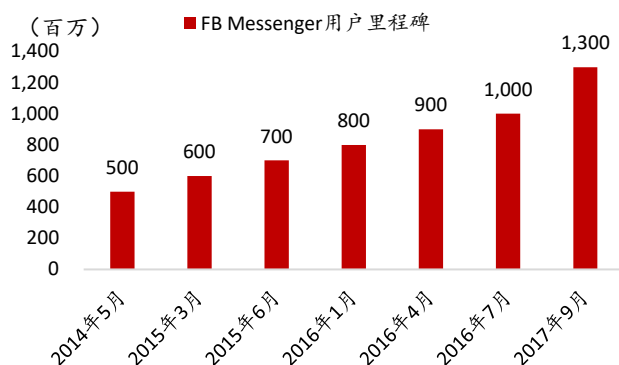
图表 25：FB Messenger 用户分布


资料来源：eMarketer, 国证国际

图表 26：FB Messenger 对即时通讯用户渗透率


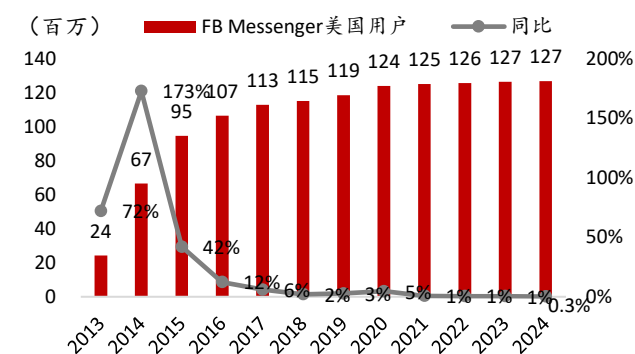
资料来源：eMarketer, 国证国际

图表 27: FB Messenger 用户里程碑



资料来源: 公司资料, 国证国际

图表 28: 美国用户增速情况



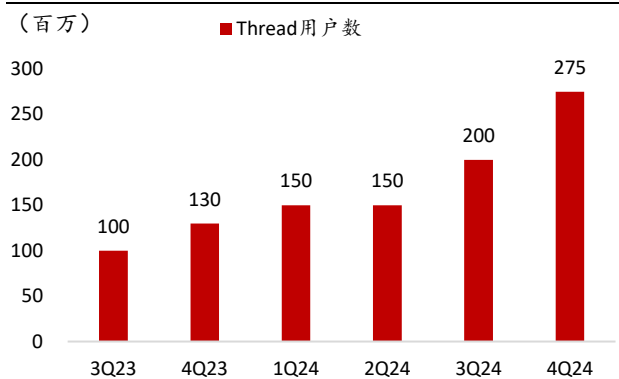
资料来源: eMarketer, 国证国际

Threads: 主动出击, 补齐文字社交

2023 年 7 月, Threads 上线, 由 Instagram 团队开发, 定位文本分享平台。帖子最长 500 个字符, 支持 5 分钟内的视频及链接。2023 年 12 月, 拓展至欧洲国家。上线后 Threads 实现了用户规模的快速增长, 上线首日下载量超 3,000 万, 首日帖子发布量超过 9,500 万, 前 5 日注册用户超 1 亿, 超过 ChatGPT, 成为最快突破 1 亿用户的运用。

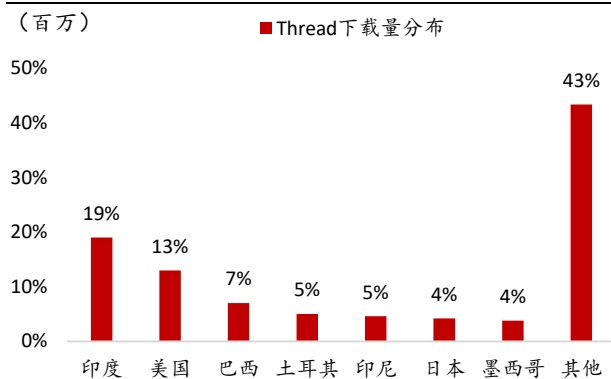
当前 Threads 全球/美国用户约为 X 的 46%/40%。截至 2024 年 11 月, Threads MAU 为 2.75 亿人, 对比 X 为 6 亿人, Threads 为 X 用户规模的 46%。据 SimilarWeb 数据, 2024 年 9 月, Threads 美国 MAU 为 2,170 万, 约为 X (5,400 万人) 的 40%。布局文本社交, 是 Meta 的主动战略举措。商业化角度, 当前 Threads 仍在早期拓展用户阶段, Meta 在 4Q24 业绩会上表示将在 2025 年开始测试 Threads 的广告商业化, 我们预计或将待 2026 年才会有可观广告收入贡献。

图表 29: Threads 用户数已增至 2.75 亿



资料来源: Statista, 公司资料, 国证国际

图表 30: 印度和美股市场下载量领先



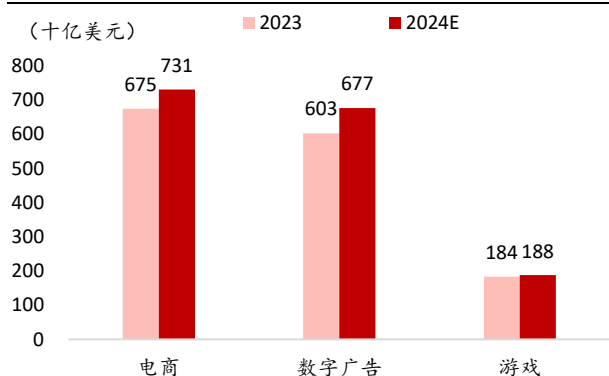
资料来源: App Magic, 国证国际 (注: 2024 年)

商业模式为广告变现

广告为主要收入来源。Meta 当前广告收入占比仍高达 98%，信息流广告是主要产品形态。我们认为，社交平台天然具备流量属性，用户数量到达一定规模后，广告价值显现。随着用户使用时长增长粘性，广告库存随之扩大。不同于国内社交平台在广告、电商、直播等变现模式多元并举，Meta 等海外社交平台更加倚赖于广告变现。我们认为主要原因在于，国内 App 更偏好一站式服务，打造超级流量入口，嵌入多元功能，对比海外 App 更加聚焦特定需求。此外，海外游戏以主机及 PC 游戏为主，而电商以货架电商为主，社交平台布局游戏、电商等并无优势。

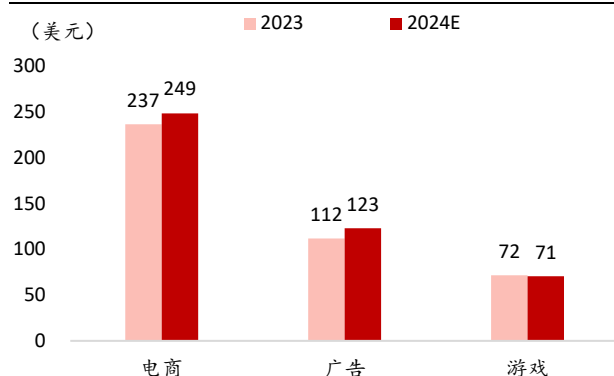
从效率角度看，广告变现触达最广泛用户，且 ARPU 值高于游戏。广告是随互联网发展而最先兴起的变现方式，目前主流互联网商业模式包括广告、电商、游戏、直播、服务订阅等。从用户体量看，所有网民均为广告潜在触达用户，对比电商（29 亿，eMarketer）、游戏（27 亿，Newzoo）。从当前业务规模看，2024 年全球电商规模约 6 万亿美元（GMV 口径，eMarketer），若假设变现率 12%，对应收入规模约为 7,300 亿美元，对比我们加总 2023 年主流电商平台电商业务收入（亚马逊、阿里、京东、拼多多、Sea）为 6,100 亿美元，两种计算方式的结果基本一致。此外，据 Newzoo 数据，2024 年全球游戏规模约 1,900 亿美元。我们用数字广告规模/网民数量，测算 2024 年网民平均年广告收入贡献值约为 123 美元，高于游戏 ARPU（市场规模/游戏用户，71 美元），低于电商 ARPU（市场规模/电商用户，249 美元）。广告作为最基础且最易操作的互联网变现模式，触达用户最广泛，并随移动 App 产品的发展衍生出不同用户场景、不同展示形态的广告产品，其变现潜力有望随着技术进步及推荐算法效率提升而自然增长。

图表 31：市场规模对比（收入口径，全球）



资料来源：eMarketer, Newzoo, 国证国际估算

图表 32：年度 ARPU 对比



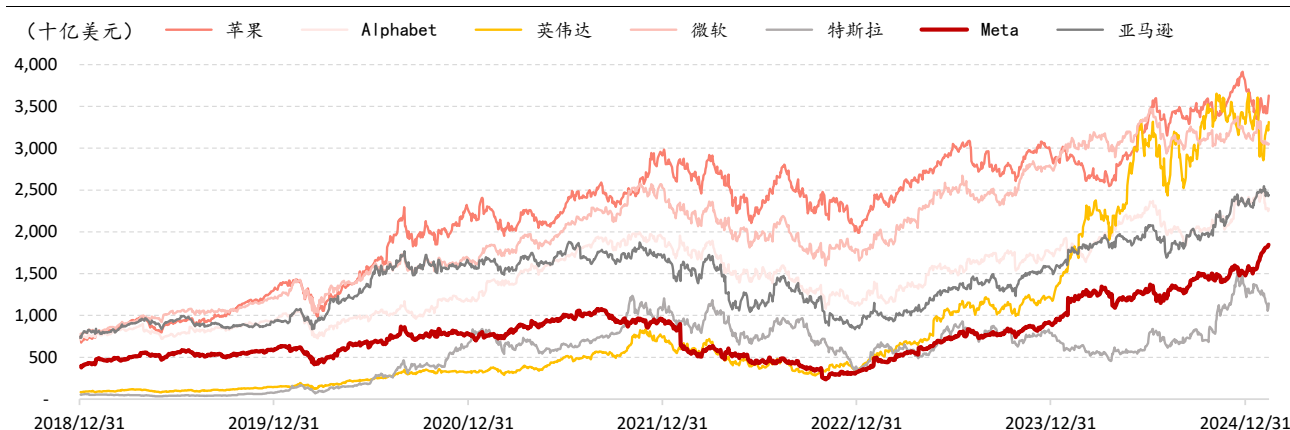
资料来源：eMarketer, ITU, Newzoo, 国证国际估算

与美股科技巨头体量对比

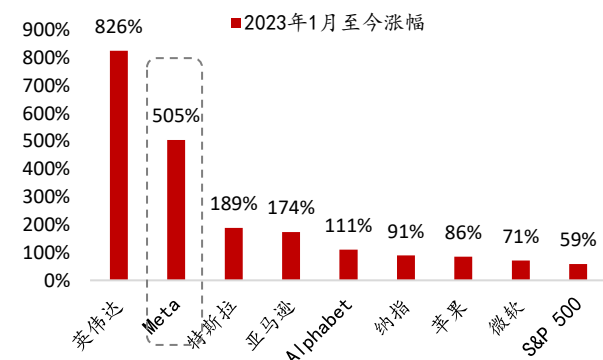
对比 M7 市值、股价、市盈率估值、员工人效等指标，我们发现：

- 1) 2019 年-2024 年期间，Meta 股价年复合增速涨幅位列第 4，五年（2019-2024 年）年复合增速为 45%（图 33），对比英伟达（152%）、特斯拉（107%）、苹果（59%），高于微软（43%）、Alphabet（38%）、亚马逊（31%）、以及纳斯达克指数（31%）、S&P 500（24%）。若观察 2023 年至今（2025/2/18）表现，Meta 股价涨幅 505%（图 34），仅次于英伟达（826%）。
- 2) 前瞻市盈率（1FY）角度（图 35），我们计算 2023 年、2024 年、2025 年至今的年度平均市盈率，M7 过去 2 年的市盈率每年均有提升，2024 年特斯拉估值提升幅度最高（+94%），其次为 Meta（+36%）、微软（+25%）、Alphabet（+17%）、苹果（+16%）、亚马逊（+15%）、英伟达（+2%），对比纳指（+17%）、S&P 500（+15%）。
- 3) 员工规模及人效方面（图 36-37），亚马逊员工规模显著高于其他公司，英伟达及 Meta 员工总数低于其他公司。人效方面（最近一个财年总收入/期末员工人数），Meta 位列第 3，年均收入贡献为 200 万美元/人，低于苹果（238 万美元）、英伟达（206 万美元）、高于 Alphabet（168 万美元）、微软（96 万美元）、特斯拉（69 万美元）、亚马逊（38 万美元）。

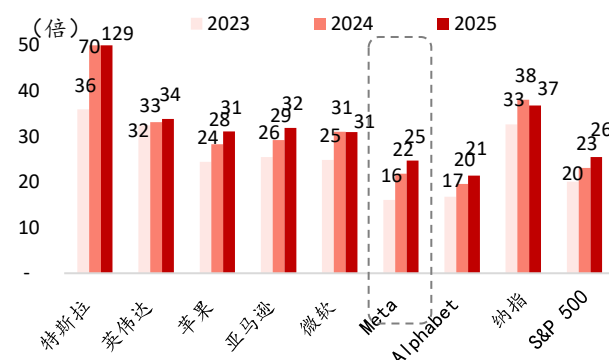
图表 33：2019 年至今 M7 市值变动



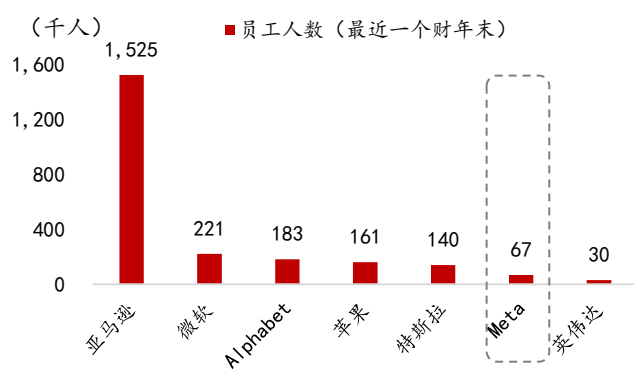
图表 34：2023 年至今 Meta 股价涨幅仅次于英伟达



图表 35：前瞻市盈率估值对比：Meta 估值低于纳指

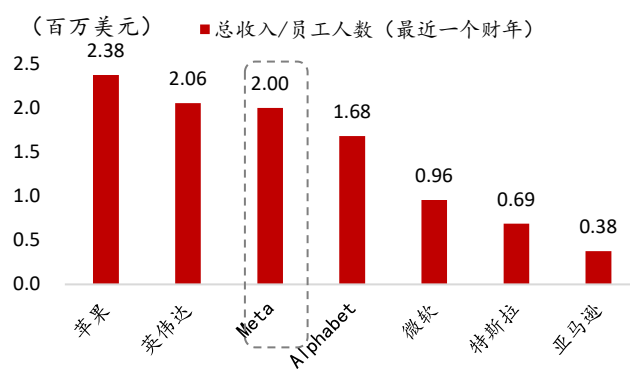


图表 36: M7 员工人数对比



资料来源: 彭博, 公司资料, 国证国际

图表 37: M7 员工人数对比



资料来源: 彭博, 公司资料, 国证国际

二、详解 Meta 社交生态中的广告变现

我们复盘了 Meta 上市以来广告收入增长及驱动力, 并基于多个第三方数据对 Facebook 和 Instagram 的广告收入进行拆分, 重点分析不同产品形态包括 Feed (信息流)、Stories (快拍)、Reels (短视频) 的产品动态及商业化进展。

广告位概览

六大广告目标与主要的广告位置: 目前 Meta 的主要广告位包括, 1) Facebook: 视频插播位、视频动态、Marketplace、快拍、Reels 内嵌广告、搜索结果、发现 Facebook 商家、右边栏、Reels; 2) Instagram: Profile Feed、动态、快拍、Reels、发现、发现首页、店铺; 3) Audience Network (广告联盟): 原生、横幅和插屏版位、激励视频; 4) Messenger Stories。从广告目标上看, 推广运用、提升销量、销售线索、品牌推广等不同目标, 适用于不同广告位。

图表 38: Meta 支持 6 大广告目标

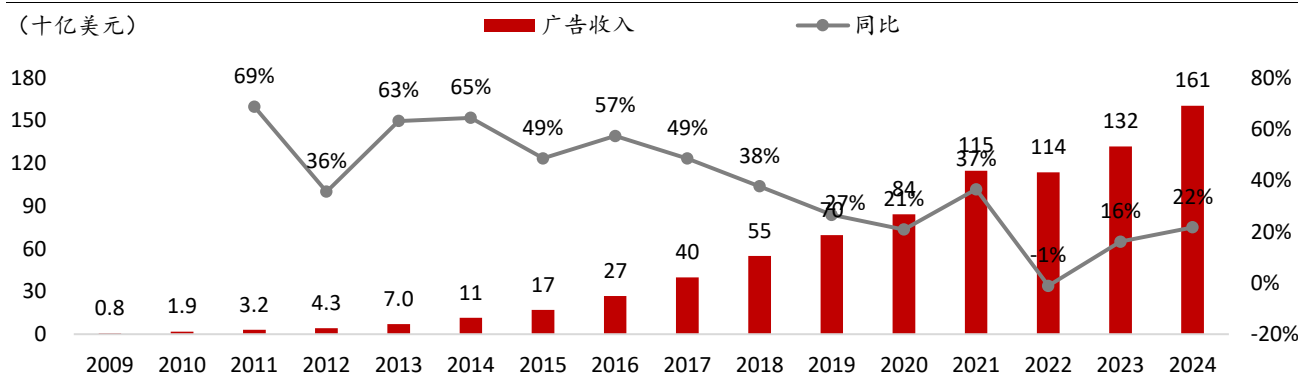


资料来源: 公司官网, 国证国际

复盘广告收入驱动及结构

Meta 广告收入十年复合增速 34%。2015-2024 年间，Meta 广告收入从 170 亿美元增至 1,610 亿美元，10 年复合增速为 25%，快于全球数字广告市场年复合增速（+16%）。Meta 收入规模的增速快于行业整体增速，助力数字广告行业总规模的增长，同时反映过去 10 年全球社交平台用户体量崛起，社交广告的兴起及广告产品的持续迭代创新改变了数字广告行业结构。作为全球广告收入体量第二大的公司，Meta 在 2024 年广告收入同比增 22%，增速可观，季度广告收入在 350-500 亿美元量级，4 季度是广告传统旺季。

图表 39：Meta 广告收入：2013-2024 年复合增速为 34%

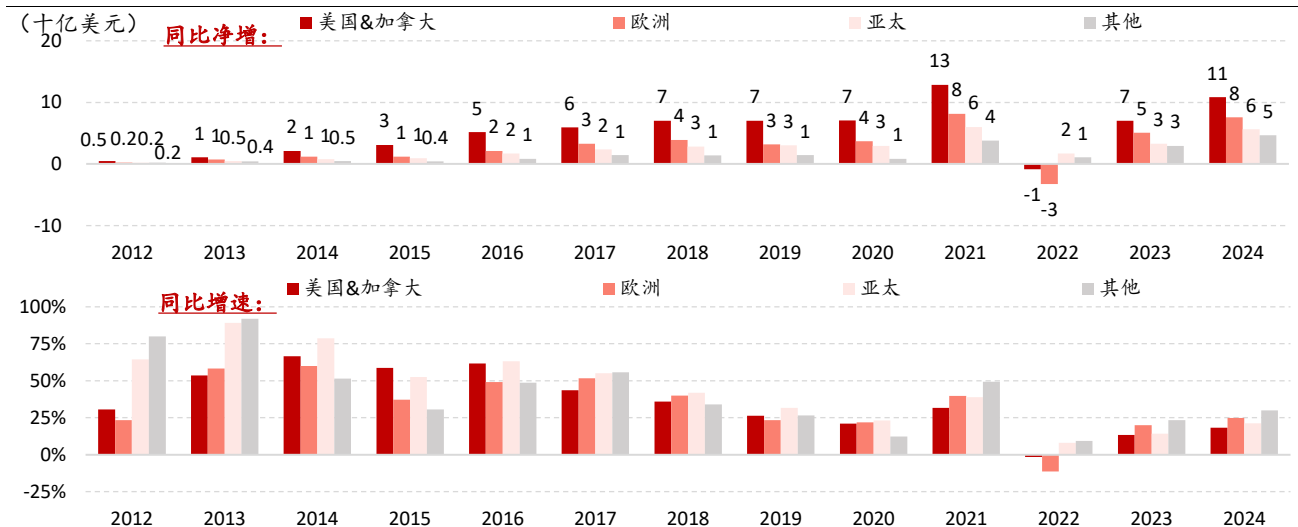


资料来源：公司财报，国证国际

国际市场贡献约 55% 广告收入。公司季度财报和年度财报对广告收入的区域拆分略有不同，季度报告以广告收入发生地划分，年报以用户注册地址划分。我们此处采用季度报告披露数据。2024 年，美国&加拿大广告收入超 7,000 万美元，占 Meta 广告收入的 44%，占比在过去 10 年基本平稳。国际市场广告收入合计约 9,000 亿美元，贡献约 56% 的广告收入，对比用户占比为 90%。国际市场中，欧洲广告收入为 3,800 万美元，亚太为 3,200 万美元，占比约为 24%、20%。其他市场收入约为 2,000 万，并维持快于其他区域的增速。从广告收入绝对值增量角度看，美国&加拿大市场持续贡献最大增量，作为商业变现效率最高的市场，业务意义重大。

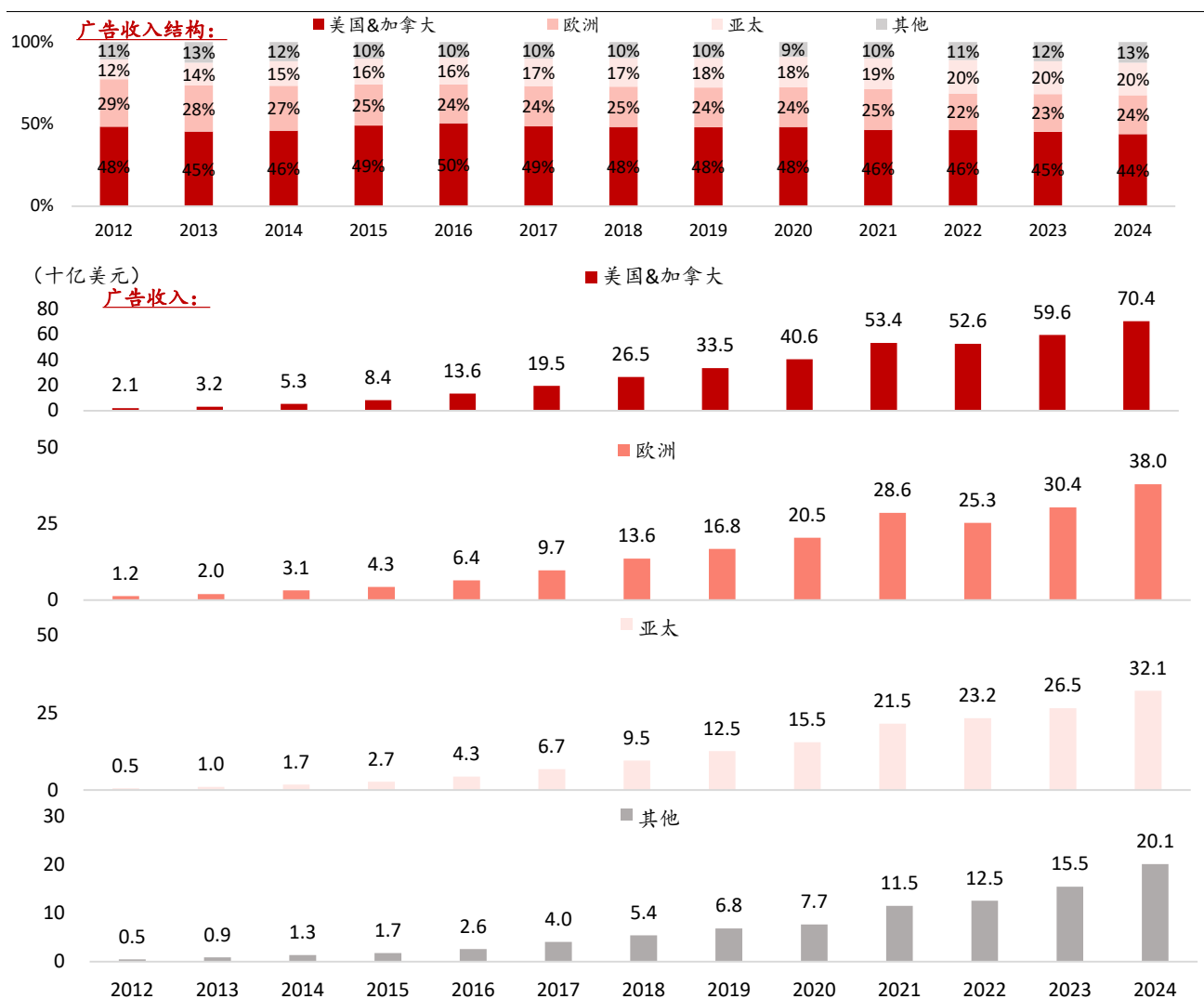
2023/2024 年中国公司出海广告投放贡献 Meta 收入 10%/11%。2021-2024 年，来自中国的收入为 76 亿美元、74 亿美元、137 亿美元、184 亿美元，占总收入的 6%、6%、10%、11%，主要为 TEMU 及 Shein 海外广告投放。The Information 报道，2023 年 TEMU 在 Meta 的广告投放为 20 亿美元。

图表 40：广告收入分地区增长情况



资料来源：公司财报，国证国际

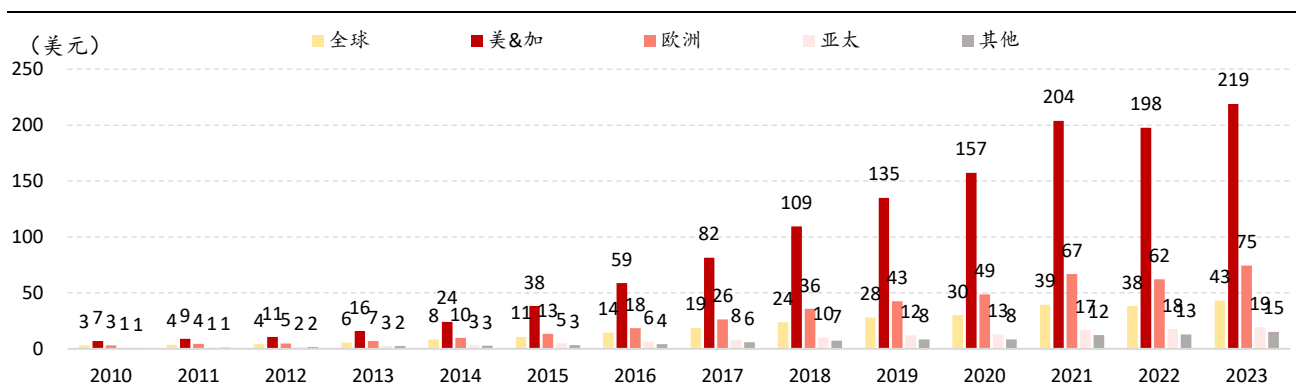
图表 41：广告收入分区域情况：



资料来源：公司财报，国证国际（注：按 PPT 公布的数据，基于收入产生的区域；年报披露数据为按用户地址划分）

美国及加拿大的 ARPU 显著高于其他区域。我们以广告收入/区域期末 MAU，计算 MAU 的年度广告收入贡献（ARPU），2023 年，Meta 整体 ARPU 为 43 美元，其中美国&加拿大显著高于其他区域，为 219 美元，约为欧洲（75 美元）、亚太（19 美元）、其他（15 美元）的 3 倍、11 倍、14 倍。

图表 42：美国&加拿大用户年广告 ARPU 值贡献远高于其他区域

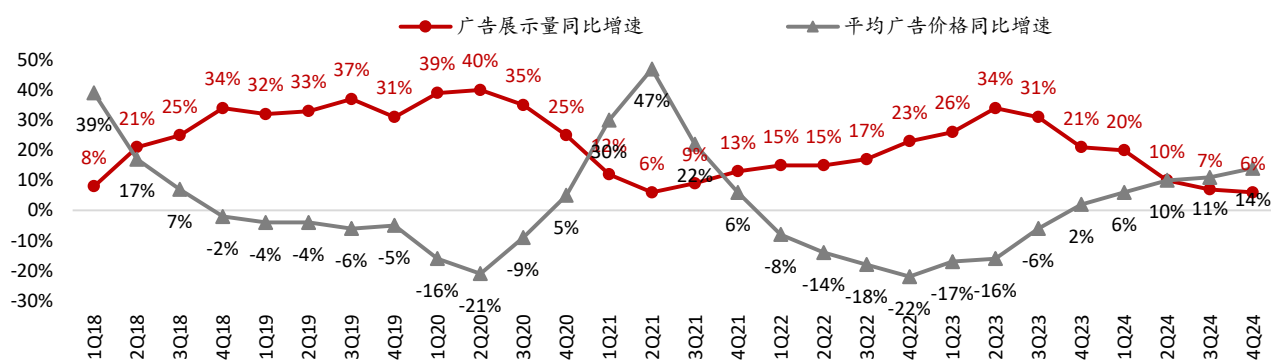


资料来源：公司财报，国证国际（注：广告收入/年末 MAU，广告收入区域划分为按用户实际位置）

广告展示量增速从高速转向稳健。广告展示量的影响因素包括用户使用时长、广告加载率、广告位拓展等。2018年至2020年，广告展示量同比增速在20%-40%区间，2021年在10%以内，受到了苹果IDFA向ATT架构转移影响，2023年增速恢复至20%以上，受AI在内容推荐、广告投放自动化的驱动。2024年前3季度，广告展示量同比增20%、10%、7%，其中亚太广告展示量同比增28%、15%、9%，增速高于其他区域。

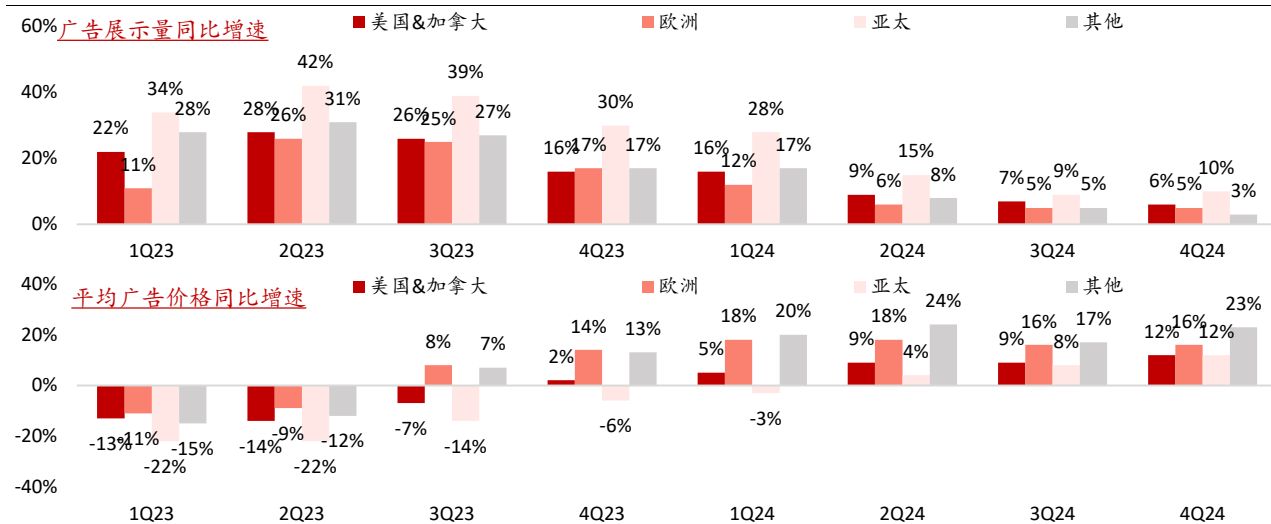
广告价格重回增速趋势。广告价格和经济周期、广告回报率、竞争格局等相关。4Q18-3Q20、1Q21-3Q23期间，Meta广告价格均经历过下行周期中，在4Q23起，广告价格同比增速转正，主要受AI赋能Advantage+产品带动。区域分布看，欧洲的广告价格增速最优。

图表 43：广告展示量&广告价格



资料来源：公司财报，国证国际

图表 44：广告价格与展示量的区域增长情况：亚太广告展示量增速领先；2024 年所有区域广告价格均呈上升趋势



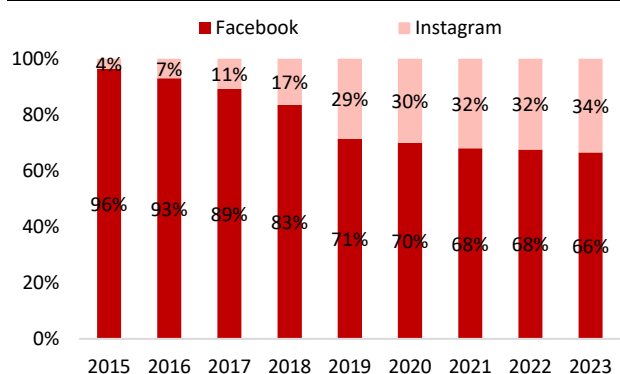
资料来源：公司财报，国证国际

Facebook 及 Instagram 广告收入拆分

从收入的产品结构看，公司未披露具体产品收入数据，我们参考 eMarketer、Statista 等第三方数据，Facebook、Instagram 为公司广告收入主要来源，2023 年，对广告收入的贡献约为 66%、34%。从产品功能的商业化角度，信息流产品贡献主要广告收入，Facebook 广告收入的中超过 80% 来自信息流，Instagram 约 60% 来自信息流。Stories 的广告收入已经进入成熟期，在 Instagram 的广告收入占比约为 25%，我们预计未来占比有望提升。

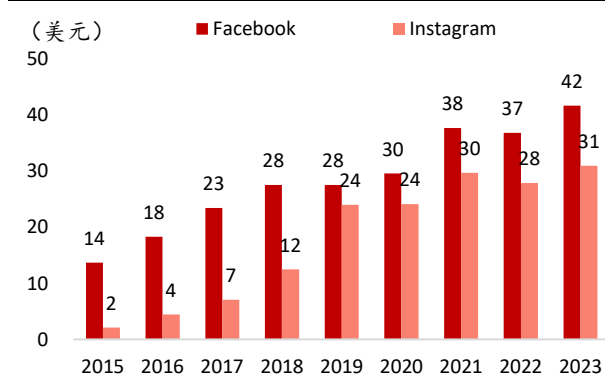
从用户的年度广告收入贡献角度看 (ARPU=年度广告收入/平均 MAU)，2023 年 Facebook ARPU 为 42 美元，对比 Instagram 为 31 美元。我们认为 Instagram 的广告潜力仍有较大幅度提升空间，受益于年轻用户占比高、Reels 商业化起量等。根据公司业绩会披露，Reels 的商业化水平在 3Q23 已经和 Feed 及 Stories 齐平。

图表 45：Facebook 贡献超 65% 的广告收入



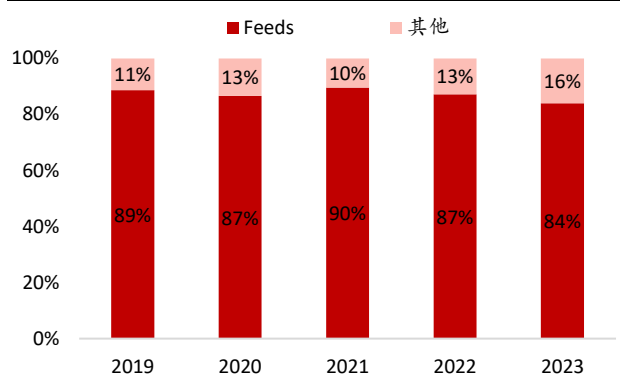
资料来源：公司资料，eMarketer，Statista，国证国际

图表 46：Instagram ARPU 值仍有提升空间



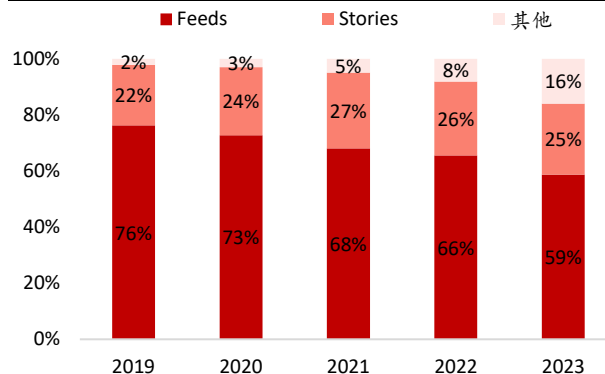
资料来源：公司资料，eMarketer，Statista，国证国际 (ARPU=广告收入/平均 MAU)

图表 47：Facebook 广告收入结构：信息流占比超 80%



资料来源：公司资料，eMarketer，Statista，国证国际

图表 48：Instagram 广告收入结构：Stories 占比约为 25%



资料来源：公司资料，eMarketer，Statista，国证国际

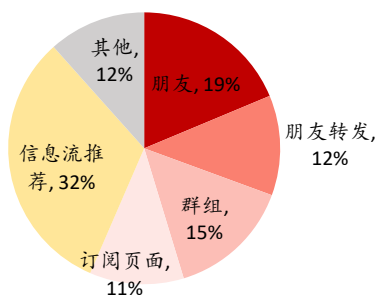
Feeds: 当前广告收入主力贡献

信息流产品 2006 年上线，至今仍是 Facebook 内容生态及商业化的根基。从 Facebook 信息流内容的浏览量分布情况看，2024 年 3 季度，约 57% 的用户浏览内容来自朋友发布内容、朋友转发、加入群组、及订阅页面，32% 来自平台推荐。从广告收入角度，信息流广告目前仍是 Facebook 和 Instagram 的主要广告收入。

Instagram/Facebook 信息流推荐内容占比超 50%/30%。据 Meta 业绩会披露，AI 对 Meta 平台的用户使用时长及用户活跃度有较强提振作用，同时 AI 内容推荐占比目前呈持续提升趋势。1) **3Q23**: AI 驱动的信息流推荐提升用户活跃度，Facebook、Instagram 用户时长增加 7%、6%。；2) **1Q24**: Facebook 约 30% 的信息流内容是 AI 推荐，约为 1Q23 的 2 倍；Instagram 超过 50% 的内容为 AI 推荐。3) **3Q24**: AI 驱动的信息流及视频内容推荐，带动 Facebook/Instagram 用户时长年初至今同比增 8%/6%。

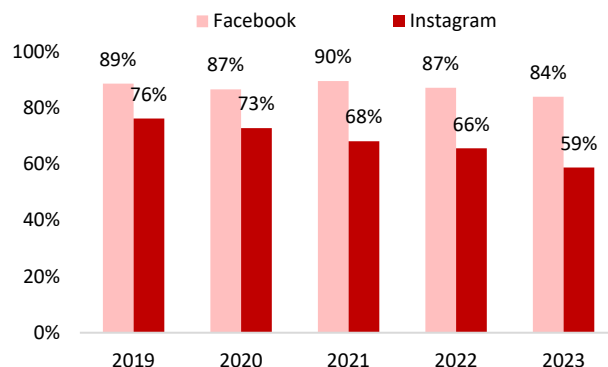
图表 49: Facebook 信息流内容浏览量分布：
57% 的内容浏览量来自朋友+群组+订阅页面

3Q24



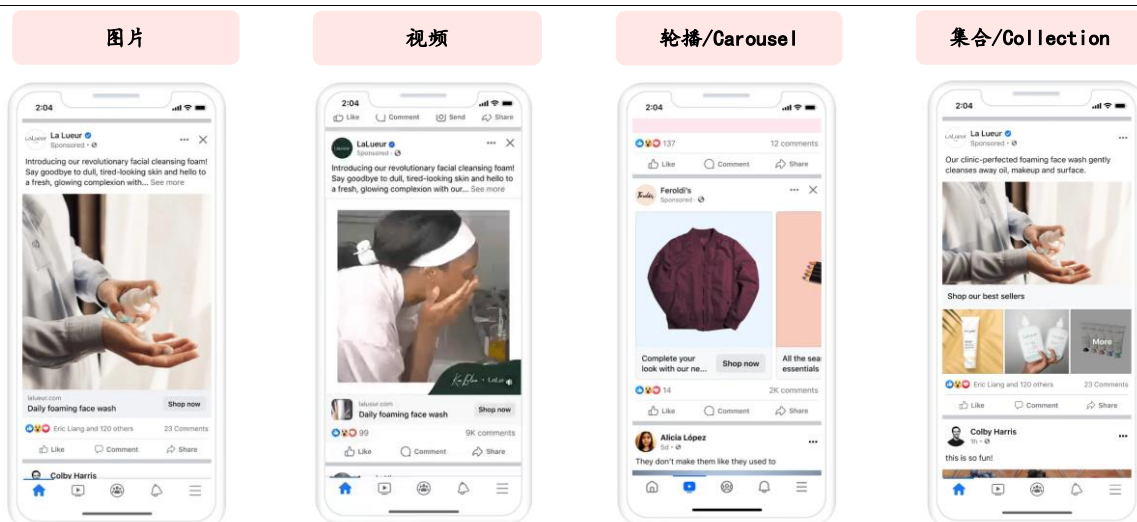
资料来源: 公司官网, 国证国际

图表 50: 信息流广告仍是 Facebook 和 Instagram 的主要广告收入来源



资料来源: eMarketer, 国证国际

图表 51: 信息流的广告形态覆盖图片、视频、轮播、集合广告等



资料来源: 公司官网, 国证国际

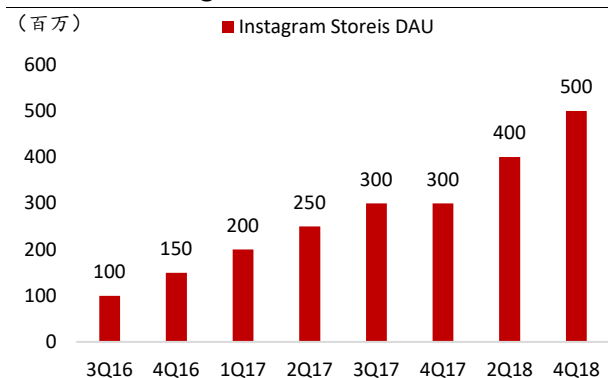
Stories：竖屏沉浸式体验，高转化率

Stories 定位沉浸式全屏即时体验。2016 年 8 月，Meta 在 Instagram 推出 Stories（快拍模式），特点为帖子画面为手机竖屏全屏，具有沉浸式体验，用户分享日常高光时刻，时效为 24 小时。此后在 Facebook（1Q17）和 Messenger 推出 Stories。

2021 年底 Stories 在发达国家的广告变现效率和信息流广告持平。Instagram 的广告推进快于 Facebook，根据公司业绩电话会披露，2018 年开始推进 Stories 的广告投放，截至 4Q18，Instagram Stories 的 DAU 突破 5 亿，在 Instagram Stories 投放广告的广告主为 200 万，同时 Stories 广告覆盖 Instagram、Facebook、WhatsApp。到 4Q19，Stories 广告主增加至 400 万，渗透近 50% Meta 广告主。从变现效率看，早期 Stories 整体变现效率低于 Feeds，在 2021 年底，在发达国家的变现能力与信息流广告齐平。

竖屏沉浸式体验，高转化率。我们认为，相较于信息流广告，Stories 广告的优势在于：1）粉丝触达率和点击率更高，Stories 位置在主页顶部，优先级高于信息流，且 24 小时限时动态用户有动力尽快点击。2）互动性更强，全屏沉浸式体验，利好用户下一步点击链接及跳转。

图表 52：Instagram Stories DAU 快速增长



资料来源：公司业绩电话会，国证国际

图表 53：早期 Stories 产品功能更新

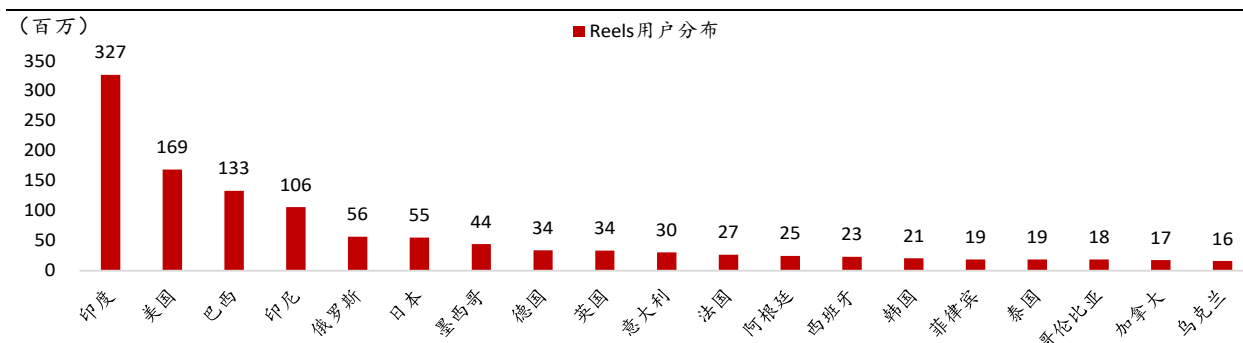
日期	Facebook	Instagram
3Q16		2016年8月，Instagram Stories上线，
4Q16		Stories新增Boomerang和直播功能
1Q17	Facebook Stories 上线	在Stories上线全屏有声广告以及 Collection广告
2Q17		Stories图片或视频评论功能
3Q17		增加Stories广告内容和广告形式的灵活
1Q18		在Stories上线轮播广告
2Q18	测试Stories广告	
3Q18	正式推出Stories 广告	Instagram Stories推动广告曝光量增长；在Stories模式上线Shopping功能
1Q19	Stories DAU超5亿	在Instagram推出互动Stories广告
2Q19		在Instagram推出动态Stories广告
3Q19		在stories里新增click-to-messenger功能

资料来源：公司业绩电话会，国证国际

Reels：用户占比提升，商业化仍在初期

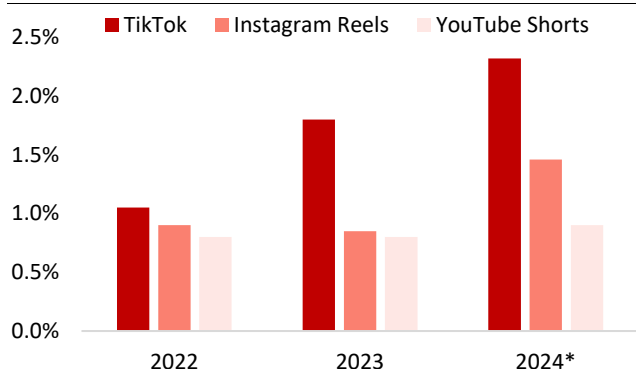
应对竞争推出短视频功能。2020 年 8 月 5 日，Instagram 在超 50 个国家/地区正式宣布推出短视频 Reels 功能，嵌入 Instagram，视频时长不超过 15 秒，可增加音乐、音频、AR 特效等，同时优质 Reels 内容可收录进 Explore（探索界面），增加内容曝光量，推出短视频功能主要为应对 TikTok 的强势竞争。2021 年 9 月 29 日，在美国上线 Facebook Reels，2022 年 2 月 22 日，在全球超 150 个市场上线 Facebook Reels。从当前的 Instagram Reels 用户分布看，基本与 Instagram 用户分布一致，印度、美国、巴西是 Top 3 国家。此外，2021 年 7 月，宣布推出 10 亿美元创作者支持计划，发力内容库建设。

图表 54：Instagram Reels 用户规模前三国家为印度、美国、巴西

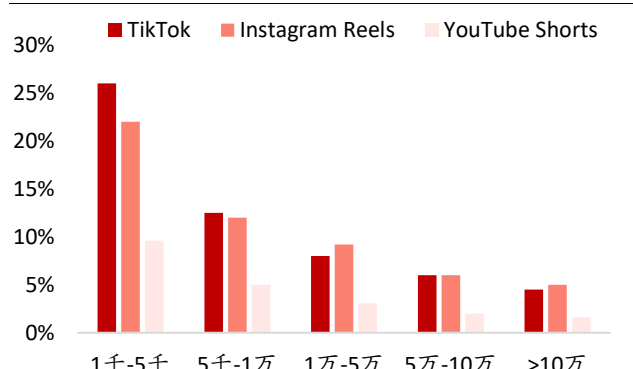


资料来源：Demand Sage，国证国际（注：2024 年 10 月）

美国市场短视频对比: Reels 用户时长及粘性仍不及 TikTok。对比美国 Reels、TikTok (2017 年 9 月上线)、YouTube Shorts (2021 年 7 月上线), 除 TikTok 是独立 App 之外, 其他均为嵌入主站的功能。目前 Reels 支持的视频长度最长为 90 秒, 对比 TikTok 10 分钟、YouTube Shorts 3 分钟。从用户规模及活跃度看, 2024 年 5 月 (eMarketer 数据), TikTok 用户规模为 1.12 亿, 低于 Facebook (1.78 亿)、YouTube Shorts (1.77 亿)、Instagram (1.43 亿)。从用户互动和活跃度角度看, TikTok 表现优于其他平台。我们将在第三部分中详细对比美国社交媒体平台表现 (图表 76-图表 80)。

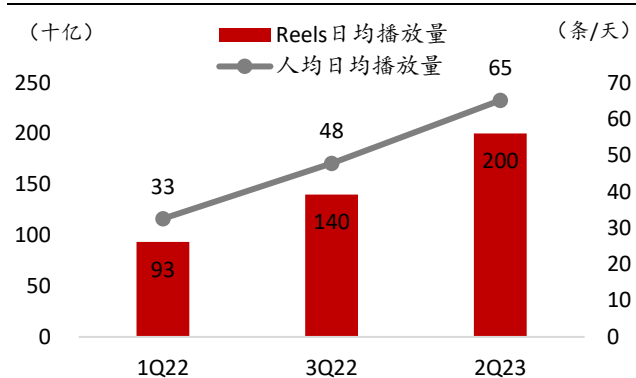
图表 55: TikTok 视频互动率仍领先


资料来源: Socialinsider, 国证国际 (注: 互动率= (点赞+评论+转发+点击数)/总浏览量)

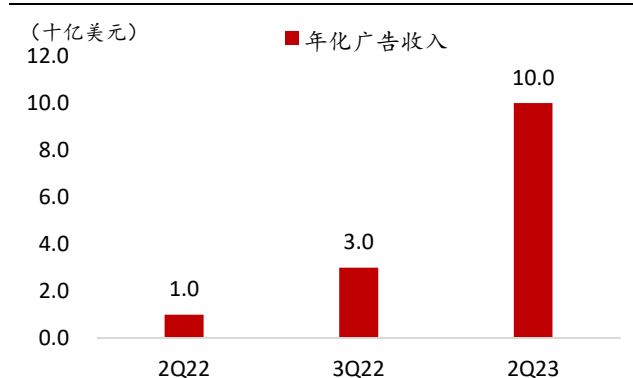
图表 56: 不同粉丝量级博主的短视频观看率


资料来源: Socialinsider, 国证国际 (注: 2023 年 1 月-2024 年 3 月)

Reels 商业化潜力初步验证, 仍在初期。根据公司业绩电话会披露信息, 截至 2Q23, Reels 的日均播放量为 2,000 亿, 我们除于同期 DAP 数据, 对应人均日均视频播放量为 65 条。同时, 2Q23 公司测算的 Reels 年化广告收入 (Annual revenue run rate) 为 100 亿美元, 对比 2Q22 为 10 亿美元, 初步展现商业化潜力。

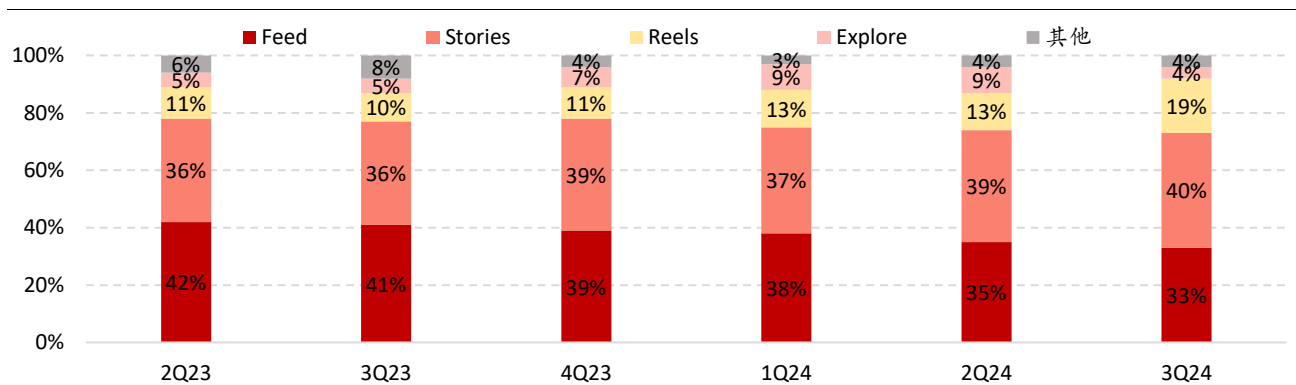
图表 57: Reels 播放量快速增长


资料来源: 公司业绩电话会, 国证国际估算

图表 58: 公司对 Reels 广告年收入的测算


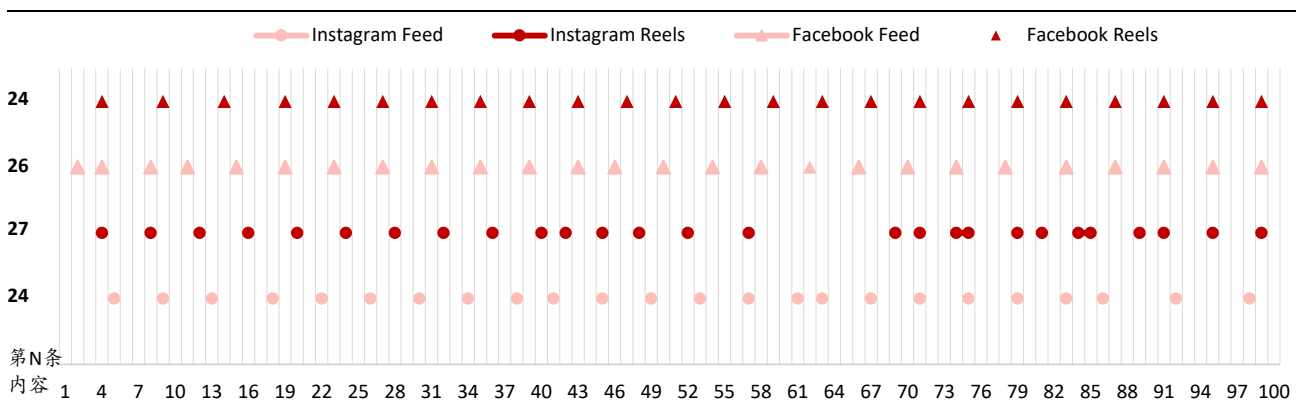
资料来源: 公司业绩电话会, 国证国际 (注: Annual revenue run rate: 当下时点预测的未来 1 年收入规模)

Reels 广告曝光量占比在提升通道。Meta 在持续推进 Reels 内容建设和用户时长和粘性增长, 因而早期 Reels 的广告加载率低于信息流及 Stories。据公司业绩电话会披露, 在 2023 年 3 季度时, Reels 对 Meta 整体收入贡献的影响由负贡献转为中性影响, 并在 2023 年 4 季度开始贡献正向收入提振。在 2024 年 1 季度, Facebook 及 Instagram 的视频使用时长占比约为 60%, 成为主流内容形式。我们结合数字营销服务商 tinuiti 数据看, 2024 年 3 季度, Instagram 美国市场的广告曝光量分布中, Reels 占比已提升至 19%, 对比 3Q23 为 10% 的水平, Reels 的广告加载率仍有较大提升空间, 我们仍为 Reels 将会成为 2025 年广告收入增长的核心驱动之一。

图表 59: Instagram 广告曝光量分布: Stories 已超过 Feed, Reels 占比提升至近 20%


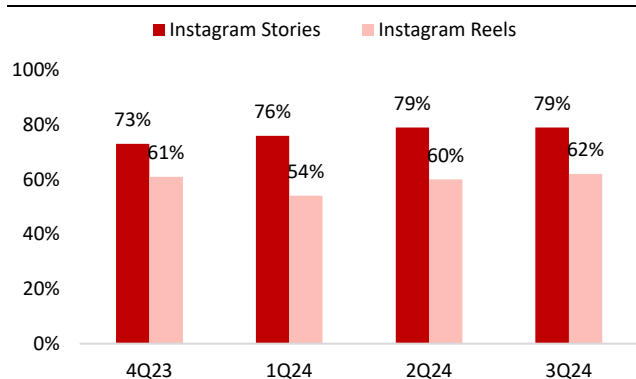
资料来源: tinuiti, 国证国际 (注: tinuiti 数据为其广告客户在美国市场的投放分布, 不代表 Meta 实际广告曝光量分布情况, 仅供参考)

我们观察 Reels 的广告加载率或已经基本对齐信息流。我们观察了 Instagram、Facebook 上信息流内容及 Reels 的广告位分布 (2024 年 12 月), 目前 Instagram 上, Reels 的广告加载率已略高于信息流, Facebook Reels 广告加载率略低于信息流, 但差异较小, 已接近对齐。

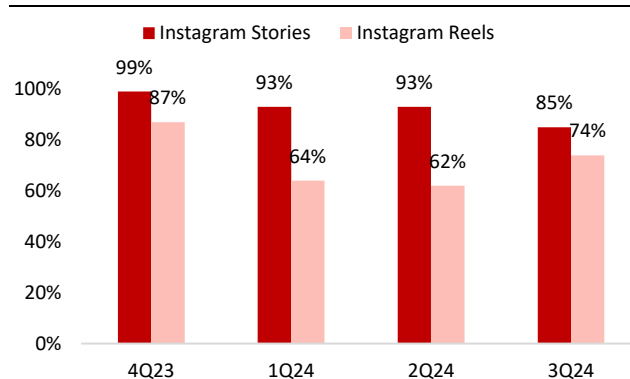
图表 60: Reels 的广告加载率在 Instagram 上更高


资料来源: Instagram App, Facebook App, 国证国际 (注: 观察于 2024 年 12 月)

Reels 及 Stories 的广告价格低于信息流。据 Tinuiti 数据, 截至 3Q24, 对比信息流产品, Instagram Reels 及 Stories 的 CTR (点击通过率) 为 Feeds 的 93%/88%, 已接近 Feeds 水平, 但从广告价格角度, Instagram Reels/Stories 的 CPM 约为信息流的 62%/79%, CPC 约为 74%/85%, Reels 的商业化较 Stories 及 Feeds 均有提升空间。

图表 61: Instagram Stories/Reels 的 CPM 约为信息流的 79%/62%


资料来源: tinuiti, 国证国际 (注: CPM 价格约为信息流的百分比)

图表 62: Instagram Stories/Reels 的 CPC 约为信息流的 79%/62%


资料来源: tinuiti, 国证国际 (注: CPC 价格约为信息流的百分比)

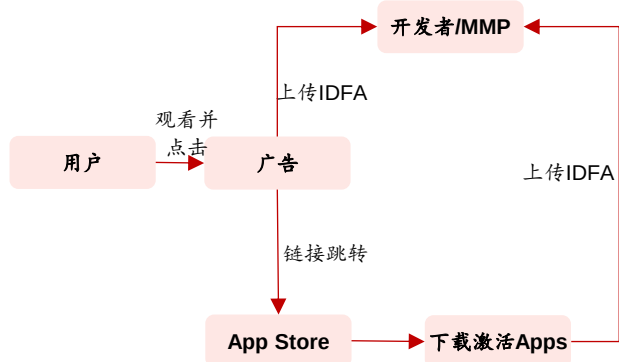
AI 赋能广告平台自动化 advantage+

AI 对广告的赋能主要体现在：1) 推荐内容排序，提升广告用户的定位精准度，提升广告 ROAS；2) 广告全流程的自动化程度，降低广告成本。

苹果广告政策更新，客观推动 Meta AI 在广告的赋能

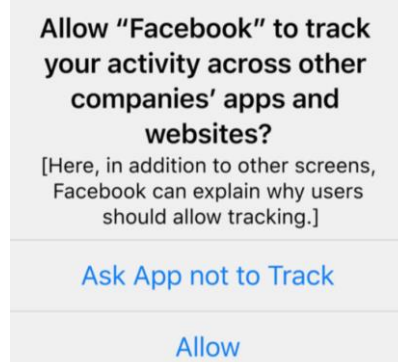
2020 年 6 月 22 日，苹果在全球开发者大会（WWDC）宣布新的隐私政策，在 iOS 14.5 中，将 IDFA（Identifier for Advertising，用户广告标识符）权限方式从默认打开变更为需要用户授权同意才能使用，同时推出 ATT（App Tracking Transparency）框架，开发者软件开发须遵循该架构，每个运用想获取 IDFA 均需要单独征求用户同意。2021 年 4 月底，苹果推出 iOS 14.5 版本，新隐私政策正式落地。

图表 63：IDFA 广告归因链条



资料来源：公开资料，国证国际

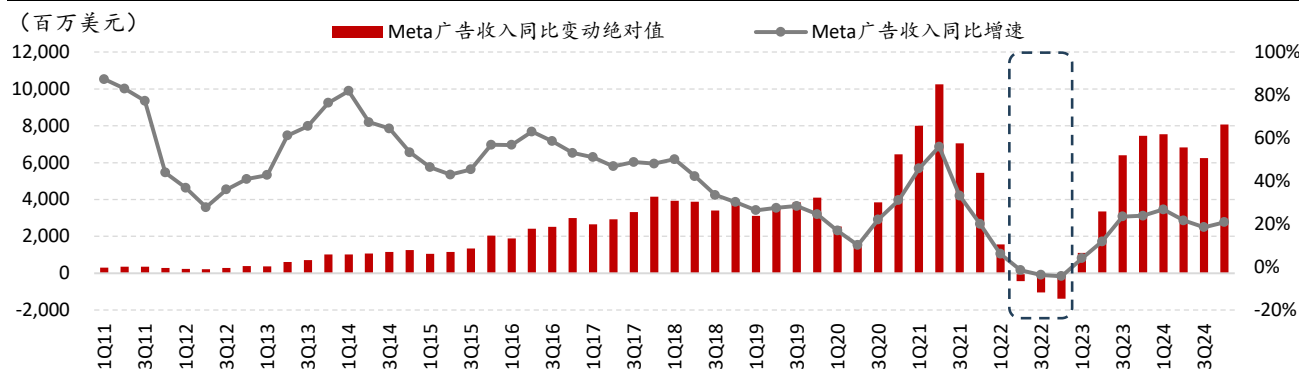
图表 64：ATT 架构每个 App 须单独获用户授权



资料来源：公司资料，国证国际

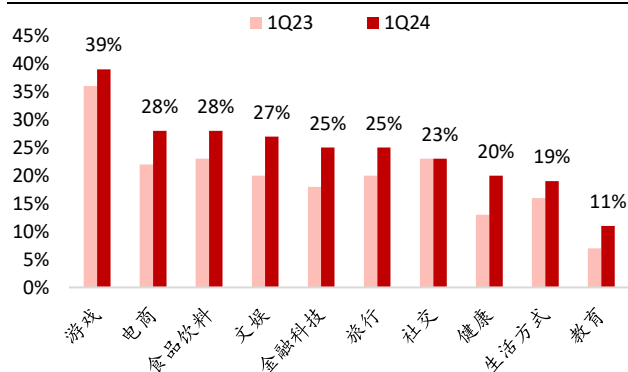
苹果新政影响广告精准定位和广告归因。广告商通过 IDFA 标志符来追踪和识别用户及其消费习惯，提供定制化广告，广告追踪、用户画像、个性化广告推荐、广告归因。用户广告标识符关闭对数字广告行业的影响主要为降低广告投放中潜在用户定位的精准度，并提高了广告效果归因难度。受此影响，Meta 广告收入自 3Q21 开始放缓，公司在 4Q21 业绩会上表示，估算苹果隐私新政对 2022 年的广告收入影响约为 100 亿美元，其中电商及游戏行业广告主预算受影响最大。在 2Q22-4Q22 期间，Meta 录得上市以来唯一的广告收入同比下降。

图表 65：受苹果隐私保护政策影响，2Q22-4Q22 为 Meta 广告收入上市以来唯一同比下降时期

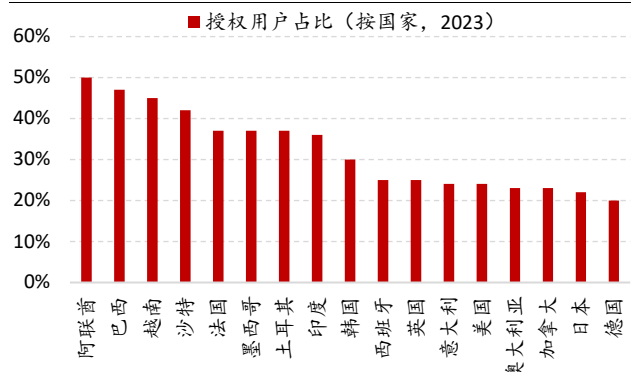


资料来源：公司财报，国证国际

用户授权占比提升、大模型提升平台用户定位的精准度。苹果推出 SKAdNetwork、AdAttributionKit 工具,可作为 IDFA 广告归因的替代,归因反馈由具体用户变更为反馈用户群组画像。在广告的用户精准定上,苹果没有解决方案,考验平台定位能力。我们观察到的积极信号包括:1) 用户 IDFA 授权占比高于初期,目前仍有提升趋势。据 Adjust 数据,游戏 App 中,用户授权占比最高,1Q24 达 39%,其次为电商(28%)、食品饮料(28%)、文娱(27%)。从国家分布情况看,阿联酋约为 50%、巴西、越南、沙特在 40% 以上,美国、英国约为 25%。2) 大模型助力下,平台对用户的理解提升,广告推送的准确性提升。

图表 66: ATT 授权用户占比 (按 App 行业)


资料来源: Adjust, 国证国际

图表 67: ATT 授权用户占比 (按国家)


资料来源: Adjust, 国证国际

AI 在广告业务的运用

AI 对广告的赋能主要体现在用户精准定位、广告归因、广告投放及素材制作的自动化等方面。

兴趣定向概率定向的转变。2024 年 3 月, Meta 推出 Advantage Detailed Targeting 功能,广告推送的范围由广告主选定的兴趣和行为标签之外, AI 自动化推荐给适合人群,以取得更好的广告回报。该技术基于深度学习、神经网络、机器学习等技术,将传统社交平台的兴趣定向 (Interesting Targeting) 转变为概率定向。

Advantage+ 自动化工具: 2022 年 8 月, 推出 Advantage+ 功能套件, 包含 12 个产品组合, 实现广告全流程的自动化, 包括广告受众定位、素材制作、创意发现、广告目标位置、广告版位、广告预算等。例如: Advantage + Shopping Campaigns 主要运用于电商和零售行业; Advantage + Creative 结合文生图及文生视频能力, 运用于广告创意素材生成; Advantage + Placement 自动选择 Meta 生态内的广告位, 例如 Instagram、Facebook、Messenger 和 Audience Network 等。

Advantage+ 渗透率已超过 50%。据 Meta 披露, 使用 Advantage+ 工具, 广告主 ROAS 提升 22%, 使用图片生成功能商家的转化率提升了 7%。根据公司业绩会披露, 截至 2023 年 3 季度, Advantage + Shopping 年化广告收入 (Annual Run Rate) 为 100 亿美元, 超过 50% 的广告主使用 Advantage + Creative 工具。2024 年 1 季度, Advantage + Shopping、Advantage + App 的收入同比翻倍。2024 年 4 季度, Advantage + Shopping 年化广告收入 (Annual Run Rate) 为 200 亿美元。

图表 68: Advantage+ 自动化广告工具

名称	名称 (中文)	简介
Advantage+ Placement	进阶赋能型版位广告	实时优化和确定最佳展示广告位, 最小化广告花费
Advantage+ Creative	进阶赋能型素材广告	通过自动化创意流程, 会自动测试不同的广告形式, 找到最佳素材
Advantage+ App Campaigns	进阶赋能型应用广告	拓展App用户规模
Advantage+ Audience	进阶赋能型受众定位	定位营销活动的最佳受众, 降低单次点击及落地页浏览成本
Advantage+ Catalog Ads	进阶赋能型目录广告	自动创建量身定制的营销活动设置
Advantage+ Shopping Campaigns	进阶赋能型智能购物广告	主要服务电商及零售客户, 提升线上销量

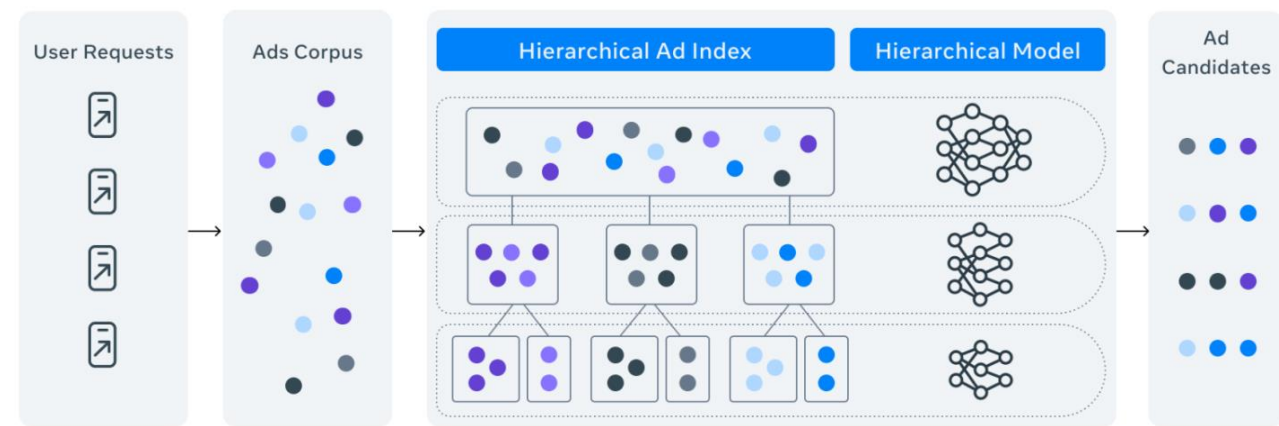
资料来源: 公司官网, 国证国际

AI Sandbox (AI 沙盒): 2023 年 5 月推出 AI Sandbox, 具备自动化文本生成、背景图生成、图片生成功能, 简化广告创意环节, 提升广告制作效率。

Meta Lattice 打通不同广告产品。 2023 年 5 月, 推出 Meta Lattice 大模型, 打通 Meta 旗下广告产品 (Facebook/Instagram 的信息流、Stories、Reels 等), 精准定位用户, 并实现个性化推荐。

Meta Andromeda 提升广告检索效率。 截至 3Q24, Meta 平台有超过 100 万广告主使用 GenAI 工具, 每月创作的广告数量超 1,500 万条, 广告检索效率问题变得突出。2024 年 12 月, Meta 推出广告检索大模型 Andromeda (仙女座), 通过深度学习推荐模型 (DLRM)、序列学习模型 (SLRM)、图神经网络 (GNN)、强化学习 (RL) 等技术, 实现个性化广告检索服务, 提升检索效率。Andromeda 对广告推荐系统的改进体现在: 1) 匹配 Advantage+ 自动化工具, 实现个性化的自动调整, 提升精准度。据 Meta 官网数据, Andromeda 在 Facebook 及 Instagram 的广告检索召回率提升了 6%、广告质量提升 8%。2) 分层检索, 减少推理步骤数量, 从而降低内存带宽占用。

图表 69: Andromeda 广告检索: 通过 AI 优化检索个性化功能, 分成检索提升效率



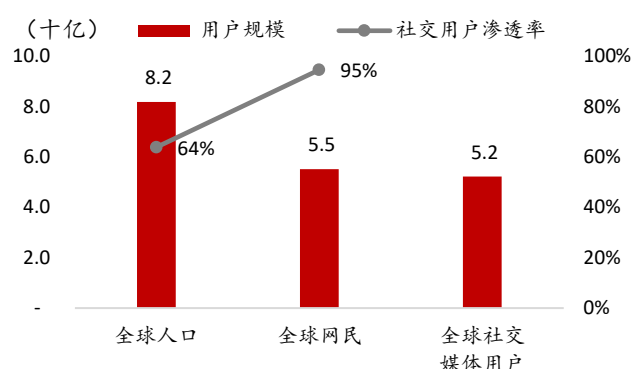
资料来源: 公司官网, 国证国际

三、美国社交媒体平台对比分析

全球社交媒体用户规模及时长

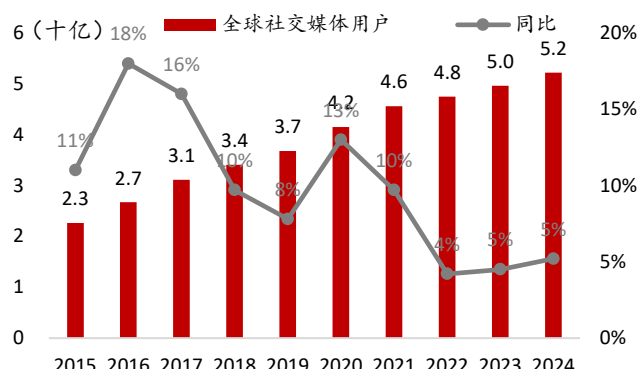
全球社交平台用户已突破 50 亿人。据 Meltwater 数据，2024 年 1 月底，全球使用社交平台的用户规模突破 50 亿人，截至 2024 年 10 月，社交媒体的全球用户规模增至 52.2 亿人，对全球人口/全球网民的渗透率为 64%/95%，18 岁以上社交媒体用户对人口的渗透率为 86%。从增量角度看，截至 10 月数据，全球社交媒体新增用户 2.56 亿人(+5.2%)，快于网民、手机用户增速。2015-2024 年期间，全球的社交媒体用户从 22.6 亿增至 52 亿，年复合增长率为 9%。看美国市场，2024 年，美国的社交媒体用户约 2.46 亿人，对网民/人口的渗透率为 79%/73%。

图表 70：全球社交媒体用户规模 52 亿人



资料来源：Meltwater，国证国际（注：截至 2024 年 10 月）

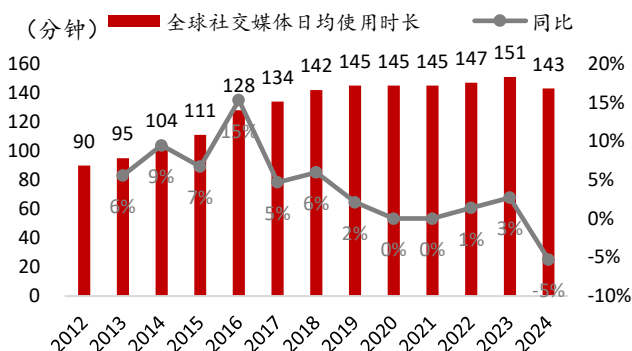
图表 71：2015-2024 期间用户年复合增速 9%



资料来源：Meltwater，国证国际（注：截至 2024 年 10 月）

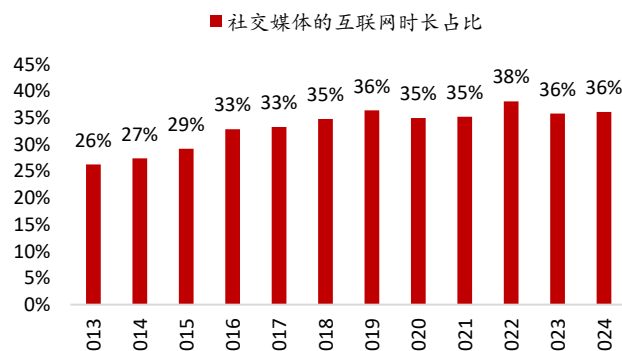
用户在社交媒体的时长约占上网时长的 36%。2016 年起，用户在社交媒体日均时长超过 2 小时，占互联网使用时长比例超过 30%。我们观察到，当前用户的社交媒体使用时长进入稳定阶段，对上网时长的占比约为 36%-38%，社交媒体间用户时长争夺或将呈现此消彼长趋势。

图表 72：全球社交媒体日均使用时长进入稳定阶段



资料来源：Meltwater，国证国际（注：截至 2024 年 10 月）

图表 73：社交媒体用户时长占比约为 36%，也进入稳定阶段

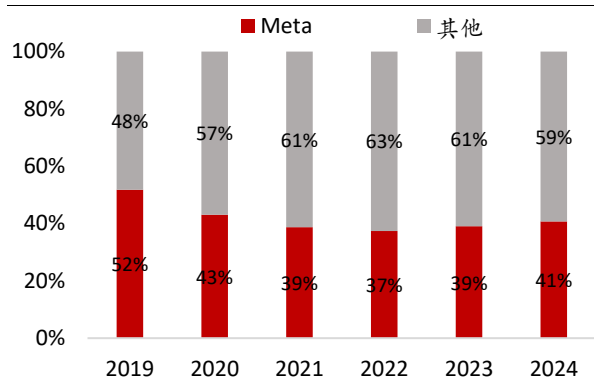


资料来源：Meltwater，国证国际（注：截至 2024 年 10 月）

美国社交平台对比

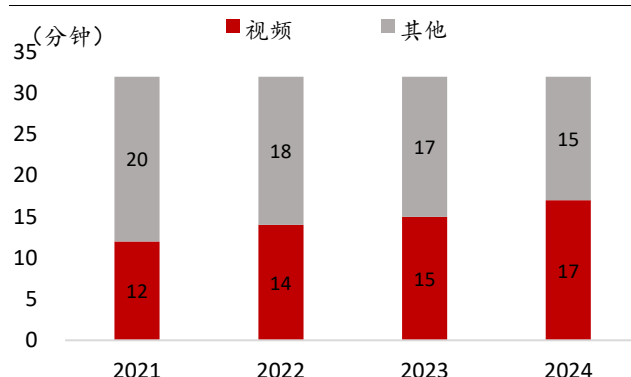
Meta 占美国成年人社交用户时长的 41%。据 eMarketer 数据，2024 年，Meta 旗下产品占美国成年人社交用户的时长的 41%。在 Facebook 的时长分布中，2024 年日均时长 32 分钟中，视频时长 17 分钟，占比 53%，超过图文，并呈持续增长趋势，受益于 Reels 渗透率提升。

图表 74：美国成年用户社交视频时间分布



资料来源：eMarketer，国证国际（注：2024 年 2 月，仅包含 18 岁以上用户）

图表 75：Facebook 用户视频使用时长占比提升

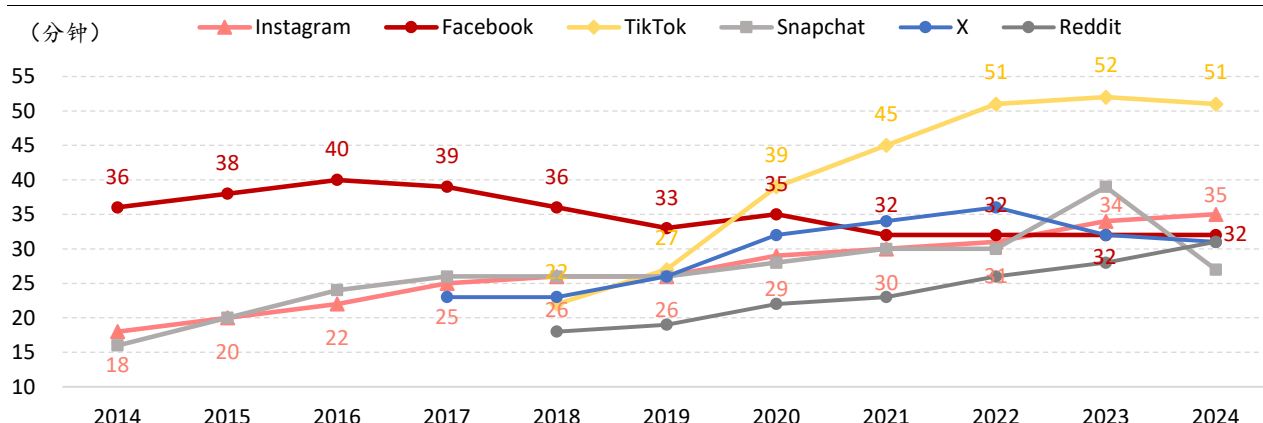


资料来源：eMarketer，国证国际（注：2024 年 2 月，仅包含 18 岁以上用户）

我们从用户规模、日均使用时长、广告收入、ARPU 角度对比分析美国的社交平台。

用户时长对比：TikTok>Instagram>Facebook>X、Snapchat、Reddit。2024 年，美国用户时长最高的社交平台为 TikTok，达 51 分钟，过去 3 年一直维持在超 50 分钟的水平。Meta 旗下 Instagram、Facebook 位列第 2、第 3，日均时长为 35 分钟、32 分钟。过去 10 年，Facebook 的日均使用时长基本稳定，Instagram 时长有翻倍增长。X、Snapchat、Reddit 的时长基本相当，在 30 分钟左右。

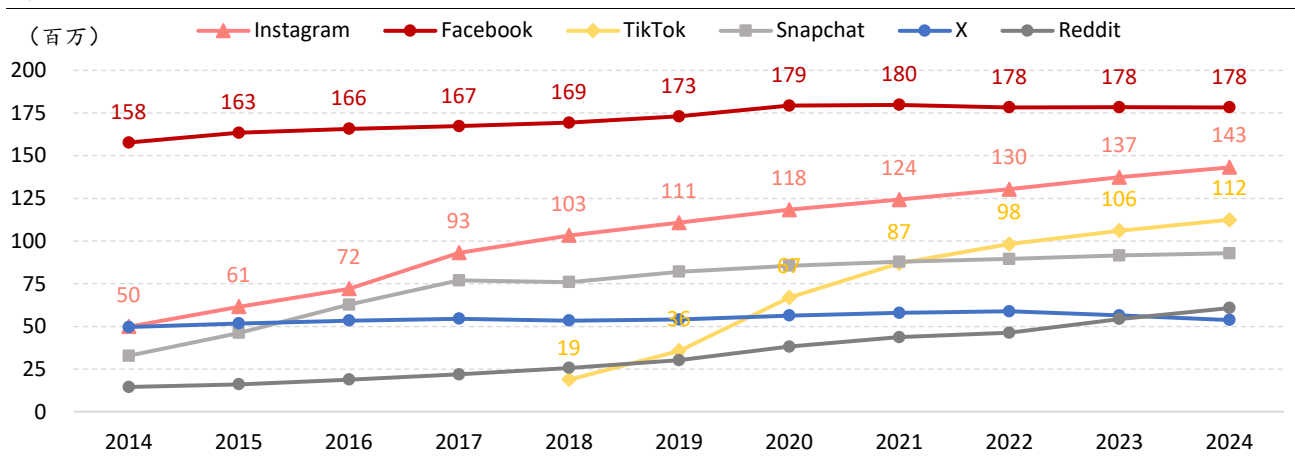
图表 76：用户日均使用时长对比：TikTok 的用户使用时长仍显著高于 Facebook 和 Instagram



资料来源：公司资料，eMarketer，Statista，国证国际

用户规模：Facebook>Instagram>TikTok>Snapchat>Reddit>X。2024 年，Facebook、Instagram 的 MAU 为 1.78 亿、1.43 亿，高于 TikTok 的 1.12 亿、Snapchat (9,600 万)、Reddit (7,000 万)、X (5,000 万)。

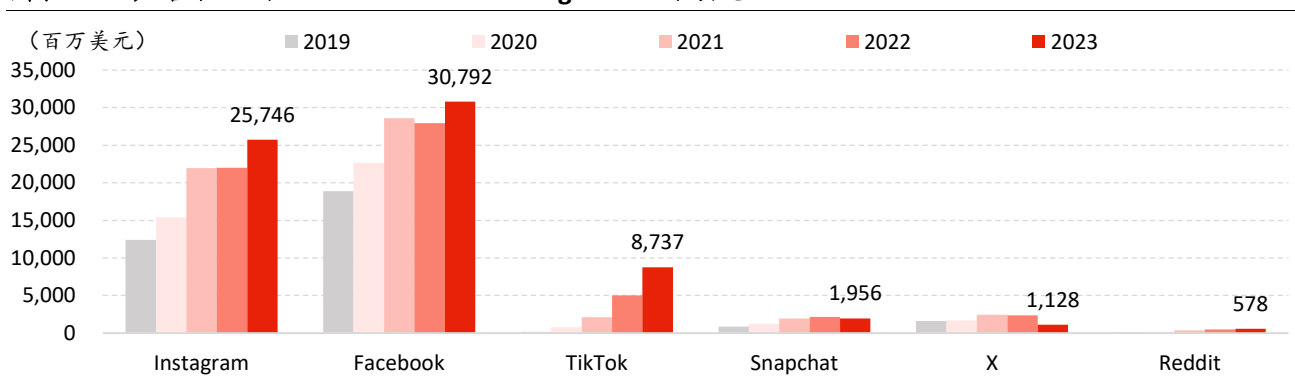
图表 77：用户规模对比：Facebook 用户规模领先



资料来源：公司资料，eMarketer，Statista，国证国际

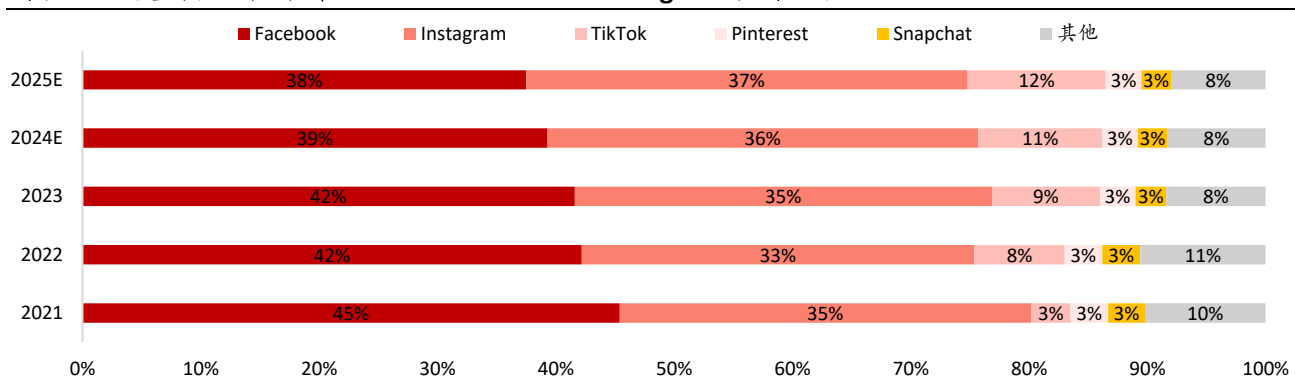
广告收入规模：Facebook>Instagram>TikTok>Snapchat>X>Reddit。2023 年，Facebook、美国广告收入约为 308 亿美元，Instagram 为 257 亿美元，是 TikTok (87 亿美元) 3.5 倍、2.9 倍。Snapchat (20 亿美元)、X (11 亿美元)、Reddit (5.8 亿美元) 广告收入约为 Facebook 的 6%、4%、2%。从广告收入份额角度，Meta Facebook + Instagram 合计约占近 80%。

图表 78：广告收入对比：Facebook 及 Instagram 绝对领先



资料来源：公司资料，eMarketer，Statista，国证国际

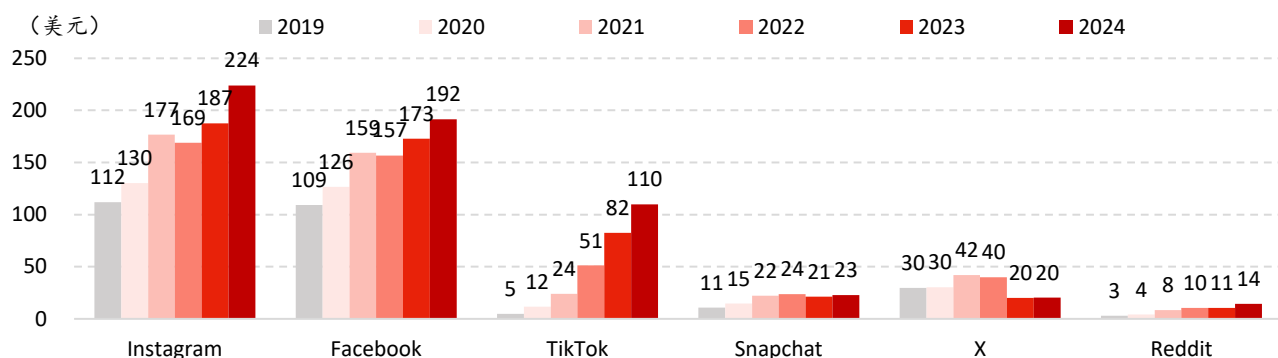
图表 79：美国社交广告市场份额：Facebook + Instagram 合计约占近 80%



资料来源：公司资料，eMarketer，Insider Intelligence，国证国际

广告 ARPU 对比: Instagram>Facebook>TikTok>Snapchat>X>Reddit>。2024 年, Instagram 广告 ARPU 为 224 美元, Facebook 为 192 美元, TikTok (110 美元) 约为 Instagram、Facebook 的 49%、57%。Snapchat (23 美元)、X (20 美元)、Reddit (14 美元) 广告收入约为 Facebook 的 12%、11%、7%。

图表 80: ARPU 对比: 2024 年 Instagram/Facebook 广告 ARPU 水平约为 224 美元/192 美元



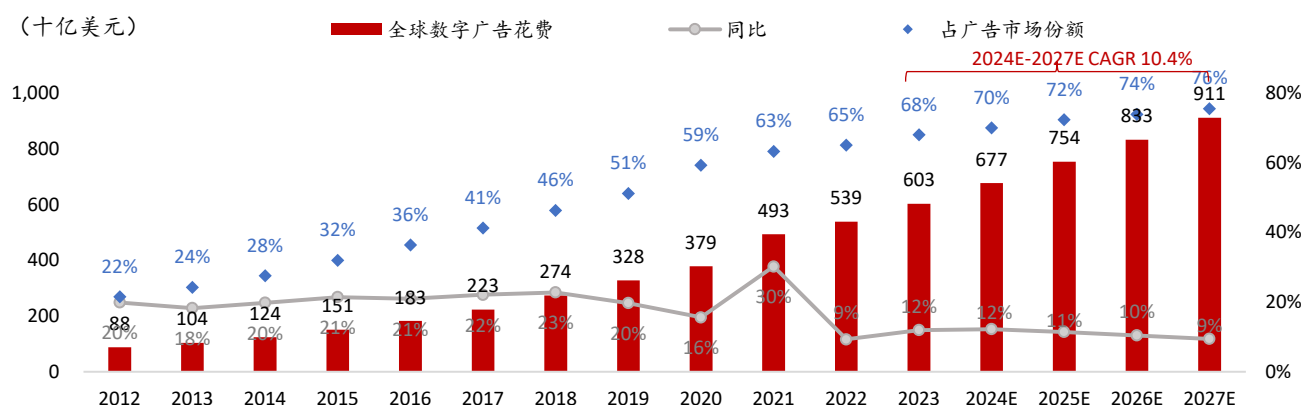
资料来源: 公司资料, eMarketer, Statista, 国证国际 (注: ARPU 为当个用户对应的年度广告收入)

四、数字广告市场概览

全球数字广告

全球数字广告渗透率近 70%, 预计未来三年 CAGR 为 9%。我们对比多个第三方数据, 并加总全球主要互联网公司的广告业务收入, 对比分析后我们认为 2023 年全球数字广告的规模约为 6,000 亿美元具备较高准确度, 对全球广告市场的渗透率为 67%。从未来增长角度看, 预计 2024E-2027E 全球数字广告年复合增速为 9%, 将仍快于广告业整体增速 (7%) 及线下传统广告 (1.3%), 增长动力来自, 1) 全球 GDP 增长; 2) 全球部分区域的线上广告渗透率仍有提升空间; 3) 线上广告产品创新、广告 ROI 提升等。

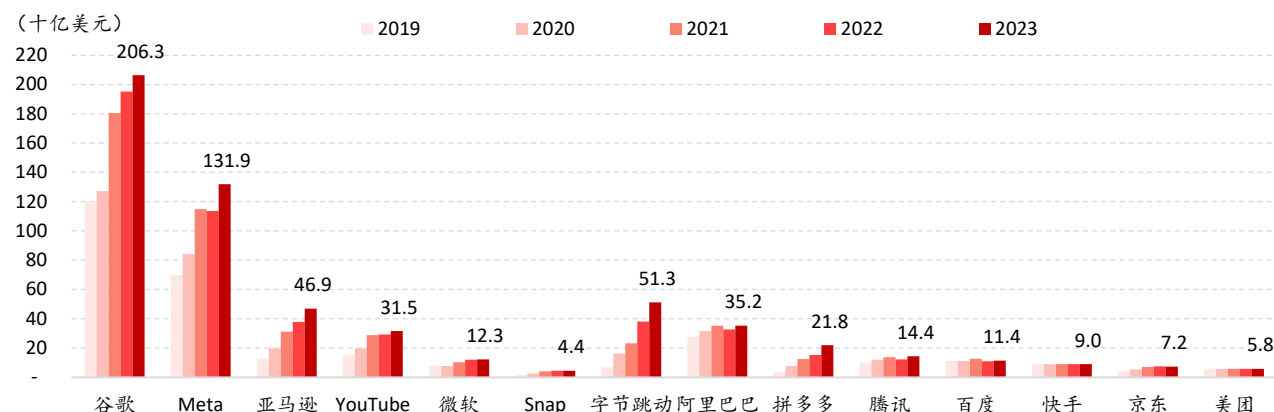
图表 81: 预计 2024 年全球数字广告规模约 6,770 亿美元, 未来 3 年复合增速 9.3%



资料来源: eMarketer, 国证国际

2023 年全球互联网公司广告收入加总超 6,000 亿美元。从收入体量看，谷歌广告业务规模全球领先，2023 年谷歌广告收入为 2,379 亿美元，其中谷歌搜索为 2,063 亿美元，YouTube 为 315 亿美元，领先于 Meta (1,319 亿美元)，亚马逊 (469 亿美元)、微软 (123 亿美元)。中国互联网公司中，字节跳动约 513 亿美元（其中 TikTok 约为 154 亿美元），腾讯、百度广告收入为 144 亿美元、114 亿美元。此外，其他广告收入体量相对较小的公司有苹果（超 50 亿美元，Statista）、Snap (44 亿美元)、Pinterest (31 亿美元)、Reddit (8 亿美元)，全球主要互联网公司加总的广告收入体量约 6,000 亿美元，与前述估算值基本一致。

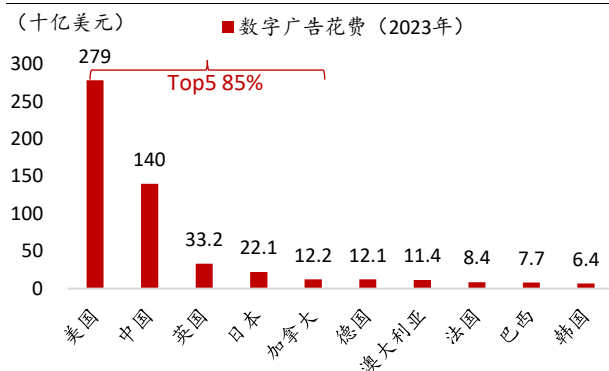
图表 82：2023 年全球主要互联网公司广告收入加总约为 6,000 亿美元



资料来源：各家公司财报，eMarketer，国证国际（注：对比历年广告收入；谷歌为剔除 YouTube 的广告收入；微软已转换至日历年；阿里巴巴、字节跳动（含 TikTok）、京东为 eMarketer 数据）

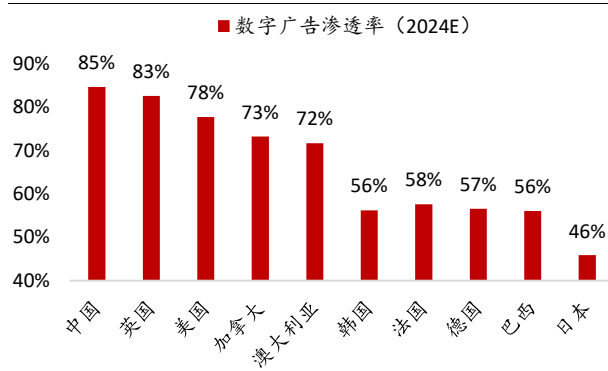
美国、中国约占全球数字广告份额为 46%、23%。分市场看，2023 年，美国数字广告收入约为 2,800 亿美元，中国为 1,400 亿美元，占全球份额为 46%、23%，合计占比约 70%，而 Top 5 国家份额占比合计超 85%。从数字化渗透率角度看，中国数字广告是渗透率最高的国家，得益于中国互联网基础设施的普及，以及互联网公司极强的产品创新能力。数字广告规模 Top 10 市场中，日本、巴西、德国、法国等的渗透率相对较低，仍有较大提升空间。

图表 83：全球数字市场 CR5 为 85%

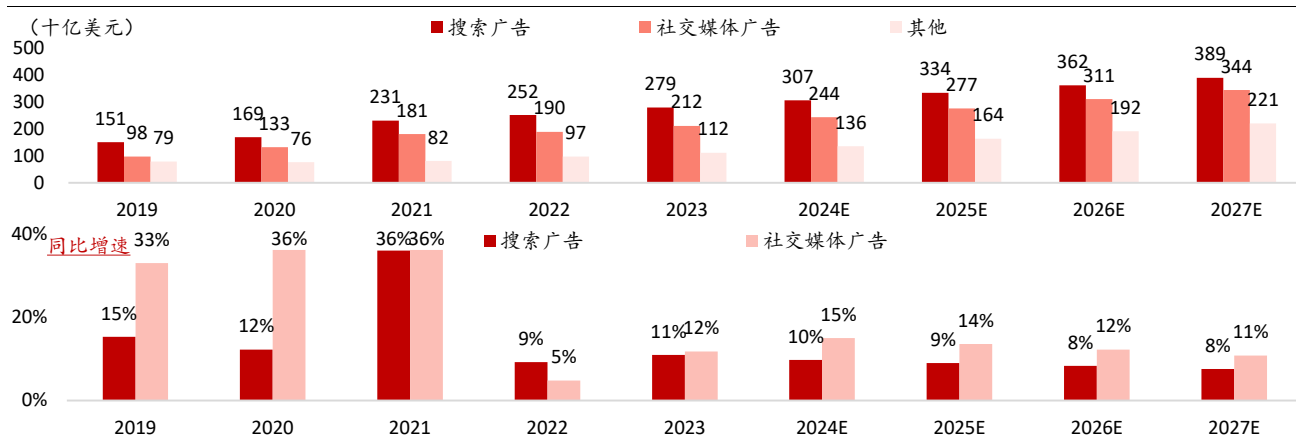


资料来源：eMarketer，国证国际

图表 84：Top10 市场数字广告渗透率对比



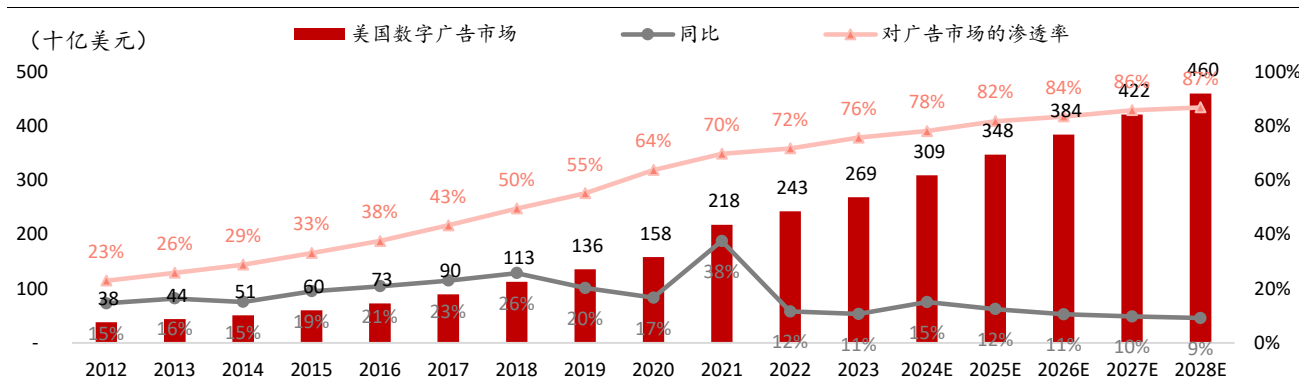
资料来源：eMarketer，国证国际

图表 85：数字广告分类：预计 2024 年社交媒体广告约 2,500 亿美元，占比 36%


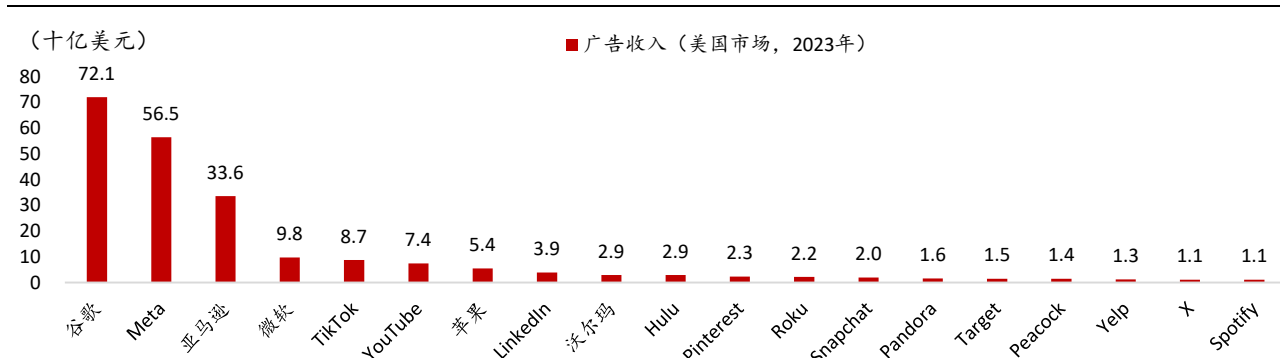
资料来源：Statista，国证国际

美国数字广告市场

预计美国数字广告未来三年复合增速为 **11%**。美国是全球数字广告规模最大的市场，2019 年规模为 1,360 亿美元，疫情期间，广告投放加速向线上转移，2023 年规模增至 2,700 亿美元规模，预计 2024 年-2027 年将保持 11% 的年复合增速，略快于全球数字广告增速，受益于大型互利网公司数量领先，以及居民消费能力领先带动广告主投放预算倾斜。从广告主行业分布看，零售、快消、金融服务、媒体&娱乐、家居、科技、服饰、医疗、汽车等（按顺序排序）为主要广告主来源。从公司看，谷歌和 Meta 的广告收入体量绝对领先。

图表 86：预计 2024E-2027E 美国数字广告市场年复合增速为 11%


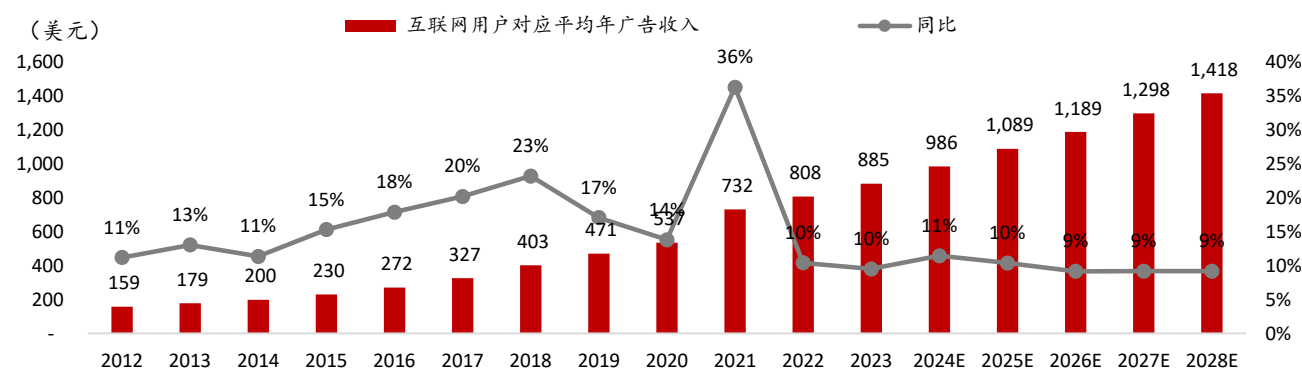
资料来源：eMarketer，国证国际

图表 87：美国数字广告市场份额：谷歌和 Meta 广告收入体量绝对领先


资料来源：eMarketer，公司财报，国证国际

用户规模及粘性仍是广告业务的关键。我们进一步将数字广告收入除以美国互联网用户规模，计算单个互联网用户对应的平均广告收入，2019 年为 471 美元/年，预计到 2025 年将突破 1,000 美元。互联网用户进入存量阶段，单个用户的广告价值提升，用户时长分配仍是各个公司竞争重点。

图表 88：预计 2025 年美国互联网用户对应的平均年广告收入超过 1,000 美元



资料来源：eMarketer，国证国际

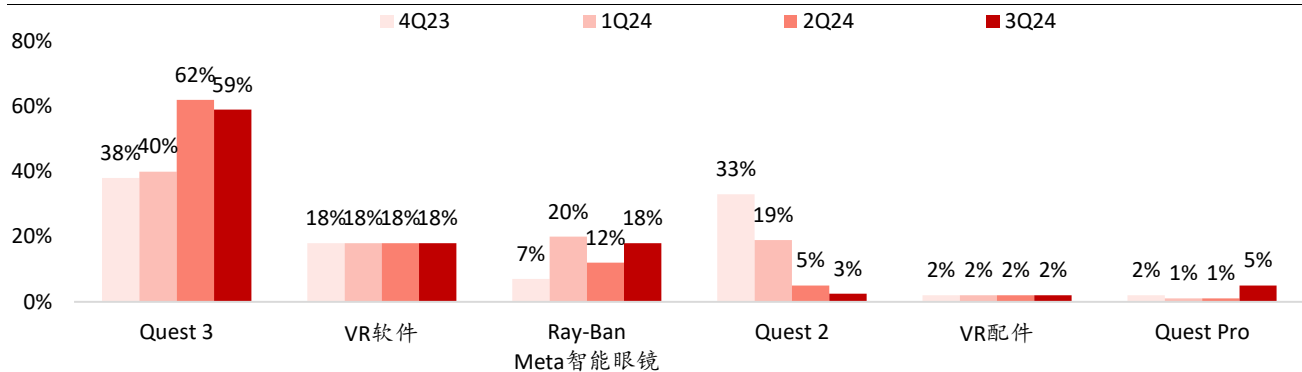
五、Reality Labs 及 AI 投入

Reality Labs 从 2014 年收购 Oculus 起，至今已有 10 年的发展，探索的业务主要分为：1) 智能硬件：VR 头显、VR 头显、智能眼镜；2) 大语言模型 Llama(Large Language Model Meta AI 的简称)及人工智能前沿技术。

Reality Labs 收入拆分

Reality Labs 收入拆分：收入主要包括 VR 头显及配件销售收入、Meta Platform 软件（主要为游戏）收入分成。根据 AR Insider 数据，1Q22-2Q24 期间，软件收入（游戏、App 的销售收入）占比约为 18%-23%，与苹果公司软件收入占比基本一致（FY21/FY22/FY23 为 19%/20%/22%）。据 Meta 披露数据，Meta Quest（2019 年 5 月上线）截至 2020 年 10 月，用户在 Quest App 和游戏的花费超过 1.5 亿美元，平台有 35 款 Quest 游戏收入超 100 万美元。硬件方面，头显及智能眼镜（含配件）的收入占比约为 80%，Meta Quest 3 是目前的主要收入来源，自 2023 年 10 月上市以来，在 4Q23-2Q24 的收入占比为 38%、40%、62%、59%。

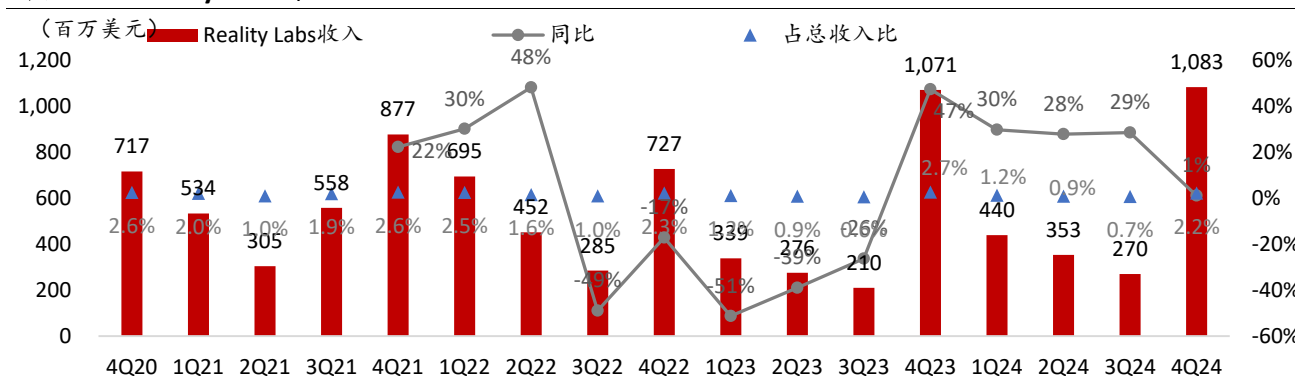
图表 89：Reality Labs 收入结构拆分：Quest 3 成为主要收入来源；VR 软件收入占比近 20%



资料来源：AR Insider，国证国际

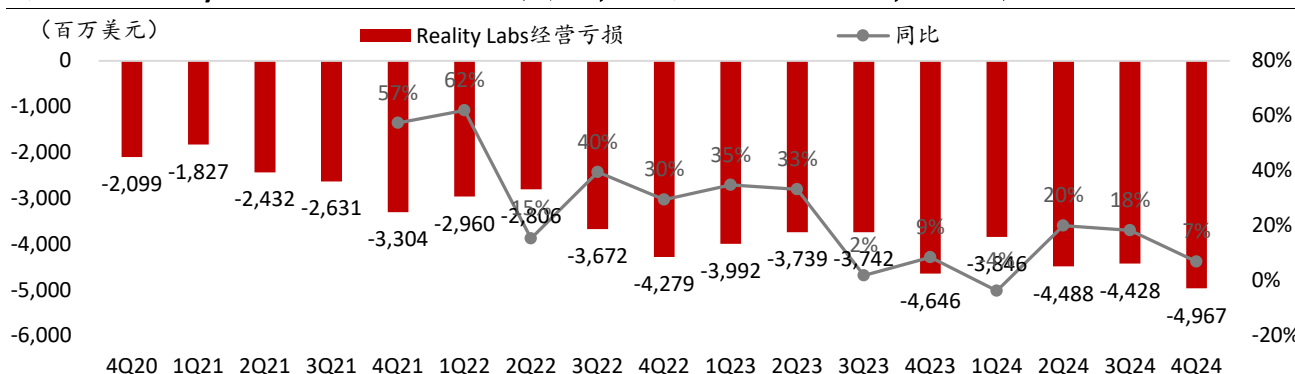
Reality Labs 分部财务表现：1) 收入：Meta 自 4Q20 开始分 Reality Lab 的收入及经营亏损表现，2019 年收入为 5 亿美元，2020 年、2021 年实现同比增速 127%、100%，达到 11.4 亿美元、22.7 亿美元。2022 年、2023 年收入同比降 5%、12%，受 Meta Quest 出货量波动影响，季度收入波动同样主要受 Meta Quest 系列销量波动。RL 占总收入的比例约为 1%-2%。2) 经营亏损：过去 5 年 Reality Labs 的累计亏损超 500 亿美元，其中 2024 年亏损 215 亿美元，公司预计 2025 年的亏损将增加。从投资方向看，当前 Reality Labs 的投资主要聚焦元宇宙、智能硬件（包括可穿戴设备、VR/AR 眼镜硬件）。

图表 90：Reality Labs 季度收入



资料来源：公司资料，国证国际（注：Meta 自 4Q20 开始拆分 Reality Labs 收入及经营利润表现）

图表 91：Reality Labs 亏损：2019-2023 年期间，累计亏损 512 亿美元，2024 年亏损 177 亿美元



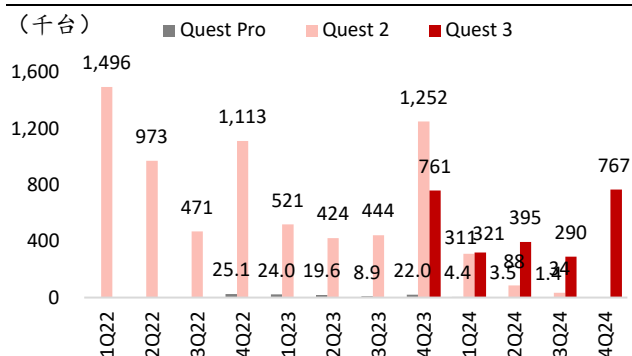
资料来源：公司资料，国证国际

VR 头显：Meta Quest

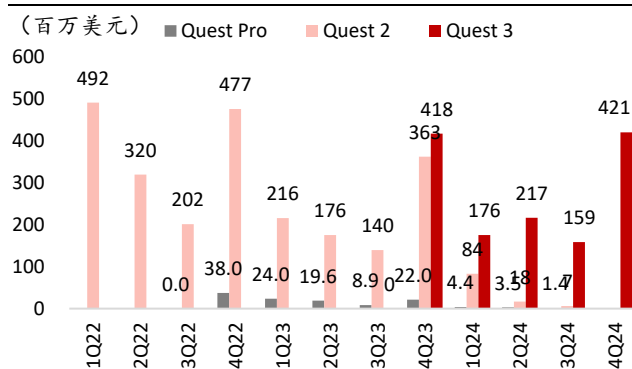
收购 Oculus：2014 年 3 月 25 日，Facebook 宣布收购沉浸式虚拟现实技术（VR）创业公司 Oculus，交易对价 20 亿美元，其中 4 亿美元现金，加上 16 亿美元 Facebook 股票（2,310 万股，69.35 美元/股）。Oculus 成立于 2012 年，第一款产品为 PC VR 头显设备 Oculus Rift，截至该笔交易时，Oculus Rift 预订量为 7.5 万，该产品于 2016 年 3 月上线。

Meta Quest 系列产品销量表现：据 The Verge 援引知情人士数据，截至 2021 年 11 月，Meta Quest 2 累计销量超过 1,000 万；截至 2023 年 2 月底，Meta Quest（含 Meta Quest 1、Meta Quest 2、Meta Quest Pro）累计销量超 2,000 万；截至 2024 年 6 月，Quest 3 累计销量超 100 万。

Meta Quest 2 上线后，在 VR 头显的市场份额维持领先。据 Counter Point 数据(图表 93)，Meta Quest 2 于 2020 年 10 月上线，2020 年 4 季度，Meta 在 VR 头显的出货量份额提升至 74%，此后维持领先，份额在 50-80%之间波动。其他主要玩家包括索尼、苹果、字节跳动 Pico。

图表 92: Quest 2 单季度销量峰值超过 125 万


资料来源: AR Insider, 国证国际

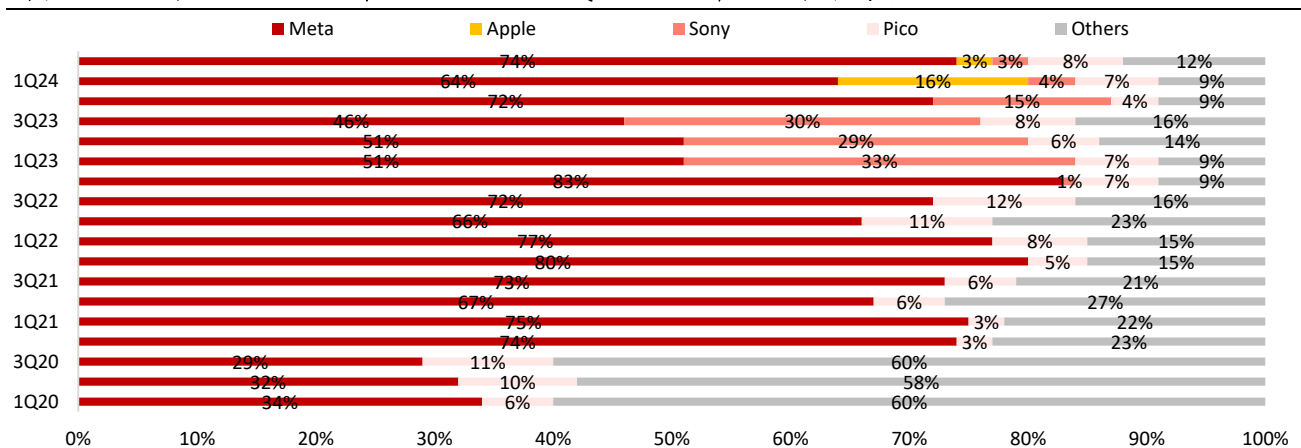
图表 93: Quest 3 为当前主要收入来源


资料来源: AR Insider, 国证国际

图表 94: Meta VR 产品系列对比

	Meta Quest 3S	Meta Quest 3	Meta Quest Pro	Meta Quest 2	Oculus Quest	Oculus Go	Oculus Rift S	Oculus Rift
产品图片								
上市日期	2024/10/15	2023/10/10	2022/10/25	2020/10/13	2019/5/21	2018/5/1	2019/5/1	2016/3/1
是否独立VR产品	✓	✓	✓	✓	✓	✓	PC VR	PC VR
定位	Quest 3青春版	首款面向大众消费市场的MR头显	MR头显, 眼动追踪和面部表情识别	更新版Quest	首款Quest VR头显	首款独立VR产品	首款使用inside-out跟踪技术	首款PC VR产品
价格	128G: \$299 256G: \$399	128G: \$499.99 512G: \$649.99	256G: \$999.99	64G: \$299 256G: \$399	64G: \$399 128G: \$499	64G: \$199	\$399	\$599
芯片	高通骁龙XR2 Gen 2	高通骁龙XR2 Gen 2	高通骁龙 XR2+	高通骁龙 XR2	高通骁龙 835	高通骁龙 821	na	na
刷新率	120Hz	120Hz	90Hz	120Hz	72Hz	60Hz	80Hz	90Hz
单眼屏幕分辨率	1832x1920	2064x2208	1800x1920	1832x1920	1440x1600	1280x1440	1280x1440	1080x1200
跟踪技术	6 DoF Inside-out 4个摄像头	6 DoF Inside-out 4个摄像头	6 DoF Inside-out 5个摄像头	6 DoF Inside-out 4个摄像头	6 DoF Inside-out 4个摄像头	3 DoF Non-positional	6 DoF Inside-out 5个摄像头	6 DoF Outside-in
眼动跟踪	×	×	✓	×	×	×	×	×
面部跟踪	×	×	✓	×	×	×	×	×
手势跟踪	✓	✓	✓	✓	✓	×	×	×
身体跟踪	✓	✓	×	×	×	×	×	×
重量(克)	514g	515g	722g	503g	571g	468g	590g	470g
电池续航(小时)	2.5	2.2	2.0	3.0	3.0	3.0	na	na

资料来源: 公司官网, vr-compare.com, 国证国际

图表 95: 全球 AR&VR 头显市场份额: Meta Quest 2 发布后至今维持领先


资料来源: Counter Point, 国证国际

智能眼镜：Ray-Ban Meta

第一代智能眼镜 Ray-Ban Stories：2021 年 9 月，与依视路（Essilor Luxottica）合作的第一款智能眼镜 Ray-Ban Stories 上线，起售价 299 美元，有超 20 种款式（镜框+镜片组合），搭载 2 颗 5MP 镜头，功能有第一视角摄像（图片/视频）、听音乐、接收和发送 Facebook 和 WhatsApp 信息。截至 2023 年 2 月的销量为 12 万副，低于 30 万副目标。

第二代智能眼镜 Ray-Ban Meta：2023 年 10 月，Ray-Ban Meta 智能眼镜发售，升级摄像头和内存，可录制 60 秒视频，可通过眼镜链接 Facebook 及 Instagram 直播。此外，搭载 Meta AI 语音助手。

我们仍为 Meta 与雷朋的合作双赢，有望维持稳定，主要考虑：1）对雷朋而言，智能眼镜较传统墨镜新增摄影功能、AI 语音助手，新功能有望吸引新用户；2）对 Meta 而言，雷朋的渠道是早期市场拓展的重要抓手。

图 96：Ray-Ban Meta 智能眼镜

图片			
型号	Ray-Ban Meta Wayfarer	Ray-Ban Meta Skyler	Ray-Ban Meta Headliner
价格	\$299/\$329/\$379	\$299/\$329/\$379	\$299/\$329/\$379
镜框+镜片组合			

资料来源：Meta 官网，国证国际

图 97：Ray-Ban Meta 两代智能眼镜对比

产品	Ray-Ban Meta Stories	Ray-Ban Meta Smart Glasses
图片		
发售日期	2021/9/9	2023/10/17
价格	\$299	\$299/\$329/\$379
内存	4G	32G
摄像头	2颗5MP摄像头	2颗12MP摄像头
图片分辨率	2592 x 1944	3024 X 4032
视频分辨率	1184 x 1184	1440 x 1920
功能	拍照、拍视频、播放音乐、接收和发送 Facebook 和 WhatsApp 信息	拍照、拍视频、播放音乐、接收和发送 Facebook 和 WhatsApp 信息、Meta AI 语音助手、连接 Facebook Instagram 直播
款式	20+种	150+种
重量	48g	48.6g/50.8g/49.2g
续航	3h	4h

资料来源：Meta 官网，国证国际

2025 年新智能眼镜：彭博援引知情人士消息报道，Meta 或在 2025 年底发布高端智能眼镜产品，与雷朋旗下 Oakley 合作开发，以 Sphaera 眼镜为基础，定位运动智能眼镜。

AR 产品探索：Meta Orion。2024 年 9 月，发布 Meta Orion 原型机，由 AR 眼镜、计算单元 Compute Puck、肌电图 EMG 腕带三部分组成，支持语音控制、手势控制、眼动追踪，运用场景主要为 AR 游戏、视频、通话、虚拟屏幕共享等。当前原型机的成本为 1 万美元，公司预计消费者版于 2030 年之前上市，价格或降至 1,500 美元。尽管 Orion 短期不能商业化落地，但其代表 Meta 在 AR 眼镜的前沿科技探索，有望保持技术优势。

图表 98：Meta Orion 原型机



资料来源：公司官网，国证国际

图表 99：Oakley 非智能眼镜



资料来源：彭博，国证国际

开源大模型 Llama

坚定走开源模型路线。Meta 在发布 Llama 3.1 时扎克伯格阐述了坚定走开源模型路线的理念，认为开源模型对开发者社区、Meta 生态、技术进步均有利。具体来说，1) 对开发者：开发者可在 Llama 模型上训练和微调模型，在保证数据安全的同时，降低推理成本（其中 Llama 3.1 405B 推理成本约是 GPT-4o 等闭源模型的 50%）。2) 对 Meta 生态：模型的 API 销售并不是 Meta 的商业模式，开源不影响公司收入。Meta 有着深厚的开源历史，在服务器、网络、数据中心等领域的开源项目，提升了公司本身的供应链标准化能力，并推动技术进步，开源利好 Meta 技术迭代。

Llama 系列模型是开源模型第一梯队。Meta 自 2023 年 2 月推出 Llama 模型，目前最新版本为 Llama 3.3。旗舰模型 Llama 3.1 405B GPU 训练小时数超 3,000 万（图表 101），使用 1.6 万张 H100 GPU，训练 tokens 数量超 15 万亿（数据截至 2023 年 12 月）。2024 年 12 月，Meta 发布 Llama 3.3 70B，与 3.1 405B 参数模型性能持平，但推理及部署成本大幅下降，并在多个行业基准测试中超越谷歌 Gemini 1.5 Pro、OpenAI GPT-4o 等闭源模型。

Llama 4 或将在 2025 年发布。据扎克伯格采访及 4Q24 业绩会披露，Llama 4 使用超 10 万张 GPU 训练，将具备多模态能力，Llama 4 mini 已完成预训练（或最先发布），推理及更大参数的模型进展顺利。

算力储备第一梯队。截至 2024 年底，Meta 拥有超 35 万张 Nvidia H100 GPU，若叠加其他 GPU 芯片，等效算力超 60 万张，仅次于微软，算力储备为第一梯队。目前的算力主要集中在预训练，未来或部分转向推理。

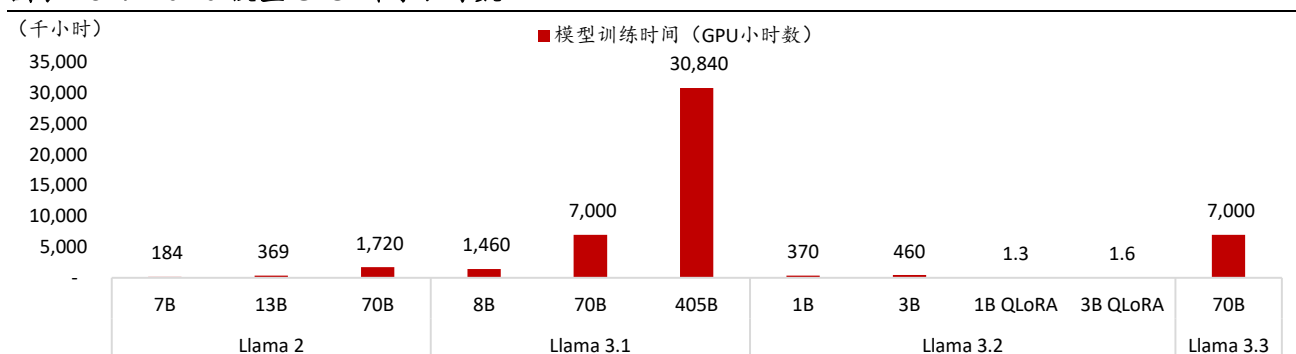
Meta AI：打造智能个性化 AI 助手。Meta AI 于 2023 年底推出，是嵌入 FoA 产品的 AI 助手，目前覆盖国家超 20 个，支持 8 种语言。截至 4Q24，月活跃用户超过 7 亿，较 3Q24 的 5 亿大幅提升，预计 2025 年 MAU 将超过 10 亿。目前 Meta AI 的战略重点是提升智能化及个性化能力，优化产品体验，赋能 FoA 生态。未来的潜在变现方式包括付费推荐、高级订阅服务。

图表 100: Llama 系列模型训练参数对比

	Llama 3.3	Llama 3.2	Llama 3.1	Llama 3	Llama 2	LLaMA
推出时间	2024/12/6	2024/9/25	2024/7/23	2024/4/18	2023/7/18	2023/2/24
版本	70B	1B/3B/11B/90B	8B/70B/405B	8B/70B	7B/13B/70B	7B/13B/33B/65B
上下文长度	128k tokens	128k tokens	128k tokens	8k tokens	4k tokens	
训练词元数 (tokens)	15万亿	9 万亿	15万亿	15万亿	2万亿	33B&65B: 1.4万亿
训练文本语言				30+种		20+种
训练数据截止日期	2023年12月	2023年12月	2023年12月	8B: 2023年3月 70B: 2023年12月		
支持语言	8种: 英语、德语、法语、意大利语、葡萄牙语、印地语、西班牙语和泰语					

资料来源: 公司官网, Github, 国证国际

图表 101: Llama 模型 GPU 训练小时数



资料来源: 公司官网, Github, 国证国际

图 102：大模型对比：Meta 开源模型 Llama 仍是开源模型第一梯队

公司	上下文 长度	质量 指数	ChatBot Arena	质量				价格 (USD/1M Tokens)			Output Tokens/s					延迟First Chunk (s)				
				MMLU	GPQA	MATH-500	HUMANEVAL	Blended	Input Price	Output Price	Median	P5	P25	P75	P95	Median	P5	P25	P75	P95
开源模型																				
Meta																				
Llama 3.3 70B	128k	74		0.86	0.49	0.76	0.86	0.69	0.59	0.75	72	23	31	276	2,099	0.5	0.2	0.4	0.7	1.4
Llama 3.1 405B	128k	74	1,266	0.87	0.50	0.70	0.87	3.50	3.50	3.50	30	12	22	66	160	0.7	0.4	0.5	0.9	2.0
Llama 3.1 70B	128k	68	1,249	0.84	0.43	0.60	0.80	0.72	0.60	0.80	73	28	43	225	1,984	0.4	0.2	0.3	0.6	0.8
Llama 3.2 90B (Vision)	128k	68		0.84	0.42	0.65	0.80	0.81	0.81	0.81	49	30	36	66	272	0.3	0.2	0.3	0.5	0.6
Llama 3.2 11B (Vision)	128k	54		0.71	0.25	0.50	0.69	0.18	0.18	0.18	132	38	118	165	752	0.3	0.2	0.2	0.4	0.6
Llama 3.1 8B	128k	54	1,172	0.71	0.27	0.50	0.67	0.10	0.10	0.10	185	50	120	481	2,160	0.3	0.2	0.3	0.4	0.7
Llama 3.2 3B	128k	49	1,103	0.64	0.21	0.50	0.60	0.06	0.06	0.06	200	42	144	1,310	1,621	0.4	0.1	0.3	0.5	1.0
Llama 3.2 1B	128k	26	1,054	0.35	0.14	0.13	0.40	0.04	0.04	0.06	467	180	255	2,060	3,393	0.4	0.2	0.3	0.5	0.7
DeepSeek																				
DeepSeek V3	128k	79		0.87	0.50	0.85	0.92	0.90	0.90	1.10	20	8	11	31	70	0.9	0.5	0.7	1.2	13.4
DeepSeek-V2.5 (Dec '24)	128k	72		0.81	0.42	0.76	0.88	0.17	0.14	0.28	61	51	55	68	79	1.2	0.9	1.0	1.4	1.9
DeepSeek-Coder-V2	128k	71	1,178	0.80	0.42	0.74	0.87	0.17	0.14	0.28	61	50	55	68	81	1.1	0.8	1.0	1.3	1.7
DeepSeek-V2.5	128k		1,258	0.81	0.42		0.87	1.09	1.07	1.14	8	7	7	8	8	0.8	0.6	0.7	0.9	3.8
DeepSeek-V2	128k		1,220	0.80	0.42		0.87	0.17	0.14	0.28										
Mistral																				
Pixtral Large	128k	74		0.85	0.52	0.71	0.88	3.00	2.00	6.00	36	20	33	39	41	0.4	0.3	0.3	0.5	2.8
Mistral Large 2 (Jul '24)	128k	74	1,251	0.85	0.48	0.71	0.91	3.00	2.00	6.00	31	26	29	34	35	0.5	0.4	0.5	0.6	0.9
Mistral Large 2 (Nov '24)	128k	74		0.85	0.47	0.72	0.90	3.00	2.00	6.00	37	34	36	39	61	0.5	0.3	0.5	0.6	0.7
Mistral Small (Sep '24)	33k	61		0.74	0.34	0.56	0.81	0.30	0.20	0.60	61	50	56	68	78	0.3	0.2	0.3	0.5	1.5
Mixtral 8x22B	65k	61	1,148	0.76	0.37	0.56	0.74	1.20	1.20	1.20	85	57	69	96	103	0.6	0.3	0.3	0.7	0.9
Pixtral 12B	128k	56		0.69	0.30	0.46	0.79	0.13	0.13	0.13	71	62	67	77	81	0.4	0.3	0.3	0.5	0.8
Ministral 8B	128k	56	1,183	0.59	0.30	0.57	0.79	0.10	0.10	0.10	136	119	132	139	141	0.3	0.2	0.3	0.4	0.9
Mistral NeMo	128k	54		0.66	0.33	0.44	0.71	0.09	0.06	0.14	121	51	71	158	164	0.5	0.2	0.2	0.6	0.7
Mixtral 8x7B	33k	41	1,114	0.63	0.30	0.31	0.38	0.50	0.45	0.50	111	57	90	149	550	0.4	0.2	0.3	0.5	0.7
Google																				
Gemma 2 27B	8k	61	1,219	0.77	0.39	0.54	0.76	0.26	0.17	0.51	60	32	47	68	74	0.5	0.2	0.3	1.5	5.9
Gemma 2 9B	8k	55	1,190	0.73	0.31	0.50	0.64	0.12	0.12	0.15	169	53	115	187	673	0.4	0.2	0.3	0.5	0.6
Cohere																				
Command-R+	128k	55	1,215	0.75	0.34	0.40	0.71	5.19	2.75	12.50	51	46	48	75	80	0.5	0.2	0.3	0.5	0.7
Command-R+ (Apr '24)	128k	45	1,190	0.68	0.24	0.27	0.62	6.00	3.00	15.00	49	46	47	65	78	0.5	0.3	0.3	0.6	0.6
Command-R (Mar '24)	128k	36	1,149	0.59	0.26	0.16	0.44	0.75	0.50	1.50	108	76	81	168	178	0.4	0.2	0.3	0.4	0.5
Command-R	128k		1,179	0.67	0.27		0.70	0.51	0.33	1.05	112	103	108	117	124	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4
Aya Expanse 8B	8k			0.54				0.75	0.50	1.50	166	158	162	170	174	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3
Aya Expanse 32B	128k		1,207	0.67				0.75	0.50	1.50	121	115	118	124	128	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
Microsoft Azure																				
Phi-4	16k	77		0.85	0.54	0.81	0.87	0.09	0.07	0.14	85	75	80	85	86	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Phi-3 Medium 14B	128k		1,123					0.30	0.17	0.68	50	18	46	52	54	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
Alibaba																				
Qwen2.5 72B	131k	77	1,259	0.86	0.50	0.84	0.89	0.40	0.40	0.75	68	21	40	81	243	0.5	0.2	0.4	0.6	2.2
Qwen2.5 Coder 32B	131k	72	1,220	0.79	0.41	0.76	0.91	0.80	0.80	0.80	84	35	46	103	344	0.4	0.2	0.3	0.5	1.2
Qwen2 72B	131k	72	1,187	0.83	0.40	0.77	0.86	0.63	0.63	0.65	46	33	37	64	67	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6
QwQ 32B-Preview	33k	46		0.07	0.01	0.91	0.85	0.26	0.20	0.60	67	35	53	105	330	0.4	0.2	0.3	0.6	1.7
开源模型																				
OpenAI																				
o1-preview	128k	86	1,334	0.91	0.67	0.92	0.96	27.56	15.75	63.00	144	92	121	164	180	21.0	13.4	16.7	25.9	44.5
o1-mini	128k	84	1,308	0.85	0.58	0.95	0.97	5.25	3.00	12.00	208	84	153	238	297	11.2	2.4	9.2	13.7	23.8
GPT-4o (Aug '24)	128k	78	1,337	0.89	0.51	0.80	0.93	4.38	2.50	10.00	83	40	62	108	142	0.7	0.3	0.4	0.9	1.9
GPT-4o (May '24)	128k	78	1,285	0.87	0.51	0.79	0.93	7.50	5.00	15.00	106	52	82	126	141	0.7	0.3	0.4	0.7	1.0
GPT-4o mini	128k	73	1,273	0.82	0.44	0.79	0.88	0.26	0.15	0.60	114	45	72	177	208	0.7	0.3	0.4	0.8	0.9
GPT-4o (Nov '24)	128k	73	1,361	0.86	0.39	0.74	0.93	4.38	2.50	10.00	117	71	96	141	165	0.4	0.3	0.3	0.5	0.8
Google																				
Gemini 2.0 Flash (exp)	1m	82		0.87	0.59	0.90	0.91	-	-	-	169	162	166	172	176	0.5	0.4	0.4	0.5	0.7
Gemini 1.5 Pro (Sep)	2m	80	1,301	0.86	0.57	0.88	0.88	2.19	1.25	5.00	61	55	59	64	66	0.7	0.4	0.4	0.8	0.9
Gemini 1.5 Flash (Sep)	1m	72	1,271	0.75	0.45	0.83	0.83	0.13	0.07	0.30	189	173	182	195	204	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5
Gemini 1.5 Pro (May)	2m		1,260	0.86	0.46	0.66		2.19	1.25	5.00	67	63	65	68	70	0.5	0.4	0.4	0.8	0.9
Gemini 1.5 Flash (May)	1m		1,227	0.79	0.39	0.55		0.13	0.07	0.30	311	277	298	327	351	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
Gemini Experimental (Nov)	2m		1,365					-	-	-	54	51	53	55	56	1.1	0.8	0.9	1.8	3.5
Gemini 1.5 Flash-8B	1m		1,211	0.75	0.30	0.70		0.07	0.04	0.15	280	221	268	289	299	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6
Anthropic																				
Claude 3.5 Sonnet (Oct)	200k	80	1,282	0.89	0.58	0.76	0.96	6.00	3.00	15.00	72	38	44	78	89	1.0	0.7	0.8	1.3	2.2
Claude 3.5 Sonnet (June)	200k	76	1,268	0.88	0.56	0.71	0.90	6.00	3.00	15.00	61	41	49	79	91	0.9	0.7	0.8	1.1	1.4
Claude 3 Opus	200k	70	1,248	0.84	0.50	0.64	0.83	30.00	15.00	75.00	26	21	24	28	30	2.0	1.3	1.5	3.1	3.8
Claude 3.5 Haiku	200k	68		0.81	0.37	0.67	0.87	1.60	0.80	4.00	65	51	59	77	104	0.7	0.6	0.6	0.9	1.4
Claude 3 Haiku	200k	55	1,179	0.71	0.33	0.39	0.77	0.50	0.25	1.25	121	97	112	135	152	0.7	0.3	0.4	0.8	1.1
Perplexity																				
Sonar 3.1 Small	127k							0.20	0.20	0.20	204	183	200	205	207	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
Sonar 3.1 Large	127k							1.00	1.00	1.00	58	44	54	61	65	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
Grok Beta	128k	72	1,289	0.85	0.43	0.73	0.87	7.50	5.00	15.00	67	60	65	68	69	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
Amazon																				
Nova Pro	300k	75		0.84	0.48	0.79	0.88	1.40	0.80	3.20	91	77	82	96	102	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Nova Lite	300k	70		0.79	0.43	0.75	0.84	0.10	0.06	0.24	148	118	135	157	166	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Nova Micro	130k	66		0.76	0.38	0.69	0.80	0.06	0.04	0.14	196	171	186	209	220	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4

六、财务预测

美国广告收入潜力测算：2024 年，Meta 美国收入为 597 亿美元，占总收入的 36%，从 2016 年的 46% 占比逐年下降，我们估算美国广告收入约为 562 亿美元。我们从产品用户粘性提升角度测算广告收入潜力，假设 2025 年美国 DAU 同比增 3%，日均使用时长同比增 5%（主要由 Reels 带动），广告加载率小幅提升 0.2%，广告价格同比增 5%，测算 2025 年广告收入同比增 15% 至 644 亿美元，预计到 2027 年有望突破 800 亿美元。

若 TikTok 最终退出美国市场，对 Meta 广告收入有提振。此外，据 eMarketer 数据，若 TikTok 退出美国市场，其广告份额中，22%/27% 流向 Instagram/ Facebook，YouTube 为 11%，其他社交媒体 18%，有线电视 13%，其他 19%，Meta 为最大直接受益者。若以 TikTok 2024 年美国市场的收入（约为 285 亿美元）为参考，Meta 潜在广告增量为 140 亿美元。基于保守原则，我们的预测暂未考虑该部分增量提振。

图表 103：美国广告收入测算

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
DAU（百万）	200	206	212	218	224
同比		3.0%	2.9%	2.8%	2.7%
日均使用时长（分钟）	35	37	39	40	41
同比		5.0%	5.0%	3.5%	3.5%
DAU 日均内容浏览量（个）	175	184	193	200	206
Meta 整体日均 VV（百万）	35,000	37,853	40,890	43,485	46,200
广告加载率（%）	22.0%	22.2%	22.4%	22.6%	22.8%
广告数量（百万个）	7,700	8,403	9,159	9,828	10,534
eCPM（美元）	20.0	21.0	22.0	23.0	24.0
同比		5.0%	4.8%	4.5%	4.3%
日均广告收入（百万美元）	154	176	202	226	253
年度广告收入（百万美元）	56,210	64,411	73,576	82,497	92,243
同比		14.6%	14.2%	12.1%	11.8%

资料来源：公司资料，eMarketer，国证国际预测（注：红色标注为假设数据）

预计 Instagram 收入占比呈持续提升趋势。我们估算 2025 年 Instagram 收入贡献占比为 35%，预计 2027 年将提升至 40%，主要考虑 Instagram 年轻用户占比更高、用户时长增长更好、广告价格潜力更高。此外，随着 Threads 用户规模及粘性增加，1Q25 开始启动货币化尝试，预计可观增量贡献将从 2026 年开始。

图表 104：广告收入分产品预测

百万美元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
广告收入	113,641	131,948	160,632	186,012	213,709	245,616
同比	-1%	16%	22%	16%	15%	15%
Facebook	76,226	87,083	102,001	113,281	124,379	136,071
同比	-2%	14%	17%	11%	10%	9%
占比	67%	66%	64%	61%	58%	55%
Instagram	36,279	43,545	56,221	69,196	82,705	99,719
同比	0%	20%	29%	23%	20%	21%
占比	32%	33%	35%	37%	39%	41%
其他	1,136	1,319	2,409	3,534	6,625	9,826
同比	-1%	16%	83%	47%	87%	48%
占比	1%	1%	2%	2%	3%	4%

资料来源：公司资料，eMarketer，国证国际预测（注：公司未拆分披露 Facebook 和 Instagram 广告收入；不同产品广告收入为我们的拆分和预测）

广告收入分地区预测：我们预计广告收入未来三年的复合增速 14%，预计美国&加拿大广告收入占比仍将维持 40%+水平（对比用户规模占比稳定在 10%左右），国际收入占比约 60%。广告收入增长主要来：1) 用户视频使用时长及粘性提升，带动广告库存效率提升。4Q23 全球及美国的用户视频使用时长仍维持双位数同比增长，我们预计该趋势将会持续。2) 自动化广告工具赋能 Advantage+渗透率提升，广告主预算倾斜增加。目前 Advantage + Shopping 的年化广告收入（Annual Run Rate）达到 200 亿美元（4Q24），约为总收入的 12%。

图表 105：广告收入分地区预测

百万美元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
广告收入	35,635	38,329	39,885	46,783	40,847	131,948	160,632	184,313	209,907	236,410
同比	27%	22%	19%	21%	15%	16%	22%	15%	14%	13%
美国&加拿大	15,451	16,593	17,389	20,982	17,211	59,581	70,415	78,709	88,165	98,152
同比	22%	17%	16%	18%	11%	13%	18%	12%	12%	11%
占比	43%	43%	44%	45%	42%	45%	44%	43%	42%	42%
欧洲	8,327	9,135	9,358	11,154	9,558	30,417	37,974	43,745	49,823	56,043
同比	33%	26%	21%	22%	15%	20%	25%	15%	14%	12%
占比	23%	24%	23%	24%	23%	23%	24%	24%	24%	24%
亚太	7,338	7,721	8,050	9,012	8,461	26,473	32,121	37,333	42,548	47,885
同比	25%	20%	18%	23%	15%	14%	21%	16%	14%	13%
占比	21%	20%	20%	19%	21%	20%	20%	20%	20%	20%
其他	4,519	4,880	5,088	5,635	5,617	15,477	20,122	24,526	29,371	34,329
同比	40%	33%	23%	27%	24%	23%	30%	22%	20%	17%
占比	13%	13%	13%	12%	14%	12%	13%	13%	14%	15%

资料来源：公司财报，国证国际预测

预计未来三年收入复合增速 14%。我们预计 Meta 2025 年收入同比增 15%至 1,891 亿美元，预计 2024-2027E 三年收入复合增速 14%。在费用端，公司指引 2025 年费用合计 (COGS+OPEX) 1,140 亿美元-1,190 亿美元，同比增 46%-53%，指引 2025 年资本开支 600 亿美元-650 亿美元，同比增 53%-66%。我们预计未来三年研发费用增速将略高于收入增长，Reality Labs 仍会保持较高水平经营亏损，但广告主业仍呈稳健盈利趋势。预计 2025 年公司整体净利润 671 亿美元，同比增 7%，净利润率 35%，预计 2024-2027E 净利润 CAGR 为 12%，净利润率小幅提升趋势。

图表 106：财务预测

百万美元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	36,455	39,071	40,589	48,385	41,923	134,902	164,501	189,120	215,923	243,550
同比	27%	22%	19%	21%	15%	16%	22%	15.0%	14%	13%
Family of Apps	36,015	38,718	40,319	47,302	41,390	133,005	162,354	186,698	212,959	239,933
同比	27%	22%	19%	21%	15%	16%	22%	15%	14%	13%
广告收入	35,635	38,329	39,885	46,783	40,847	131,948	160,632	184,313	209,907	236,410
同比	27%	22%	19%	21%	15%	16%	22%	15%	14%	13%
Reality Labs	440	353	270	1,083	533	1,896	2,146	2,423	2,964	3,617
同比	30%	28%	29%	1%	21%	-12%	13%	13%	22%	22%
营业成本	-6,640	-7,308	-7,375	-8,839	-7,636	-25,959	-30,161	-35,791	-41,335	-46,380
毛利	29,815	31,763	33,214	39,546	34,287	108,943	134,340	153,329	174,588	197,169
毛利率	81.8%	81.3%	81.8%	81.7%	81.8%	80.8%	81.7%	81.1%	80.9%	81.0%
研发费用	-9,978	-10,537	-11,177	-12,180	-11,684	-38,483	-43,873	-51,729	-58,305	-66,008
同比	6%	13%	21%	16%	17%	9%	14%	18%	13%	13%
销售费用	-2,564	-2,721	-2,822	-3,240	-3,074	-12,301	-11,347	-13,299	-14,500	-15,624
同比	-16%	-14%	-2%	0%	20%	-19%	-8%	17%	9%	8%
行政费用	-3,455	-3,658	-1,865	-761	-3,889	-11,408	-9,740	-12,890	-14,061	-15,373
同比	20%	-12%	-10%	-67%	13%	-3%	-15%	32%	9%	9%
经营利润	13,818	14,847	17,350	23,365	15,639	46,751	69,380	75,411	87,723	100,164
经营利润率	37.9%	38.0%	42.7%	48.3%	37.3%	34.7%	42.2%	39.9%	40.6%	41.1%
Family of Apps	17,664	19,335	21,778	28,332	20,383	62,870	87,109	96,634	111,274	124,128
同比	57%	47%	25%	35%	15%	47%	39%	11%	15%	12%
OPM	49%	50%	54%	60%	49%	47%	53%	51%	52%	52%
Reality Labs	-3,846	-4,488	-4,428	-4,967	-4,744	-16,120	-17,729	-21,223	-23,552	-23,963
同比	-4%	20%	18%	7%	23%	18%	10%	20%	11%	2%
净利润	12,369	13,465	15,688	20,838	13,986	39,098	62,360	67,119	77,508	88,699
同比	117%	73%	35%	49%	13%	69%	59%	8%	15%	14%
净利润率	33.9%	34.5%	38.7%	43.1%	33.4%	29.0%	37.9%	35.5%	35.9%	36.4%

资料来源：公司财报，国证国际预测

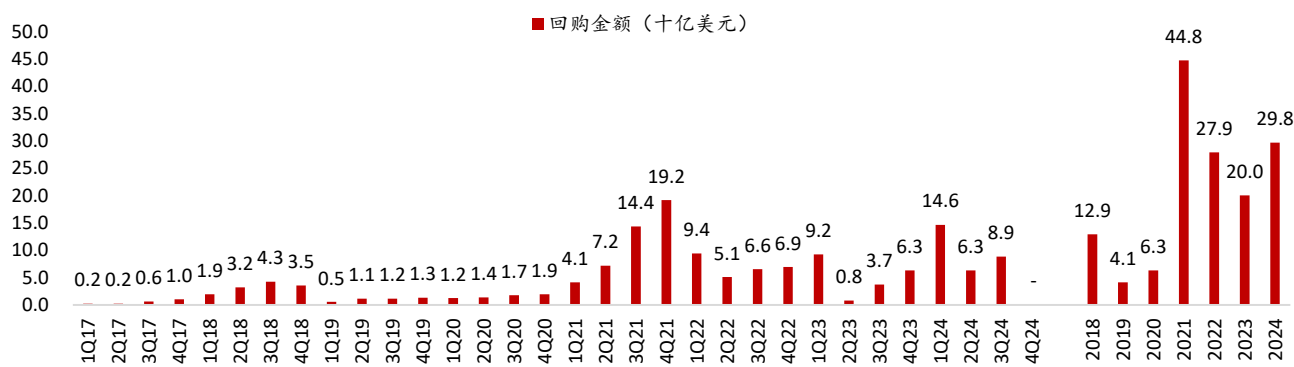
七、估值

股东回报

回购：公司自 2015 年 2 季度起开始股份回购，累计回购额度约 1,500 亿美元，回购高峰为 2021 年（448 亿美元），2024 年全年回购 298 亿美元。2024 年 4 季度宣布新的 500 亿美元回购计划，叠加此前剩余额度 310 亿美元，当前剩余回购额度仍超 500 亿美元。

派息：2023 年 4 季度业绩会，公司首次宣布派发 0.5 美元/股季度现金股利，2024 年全年派发股利 50.7 亿美元，预计季度派息将保持 0.5 美元/股稳定水平。

图表 107：股份回购最大额度为 2021 年 448 亿美元，2024 年回购 298 亿美元

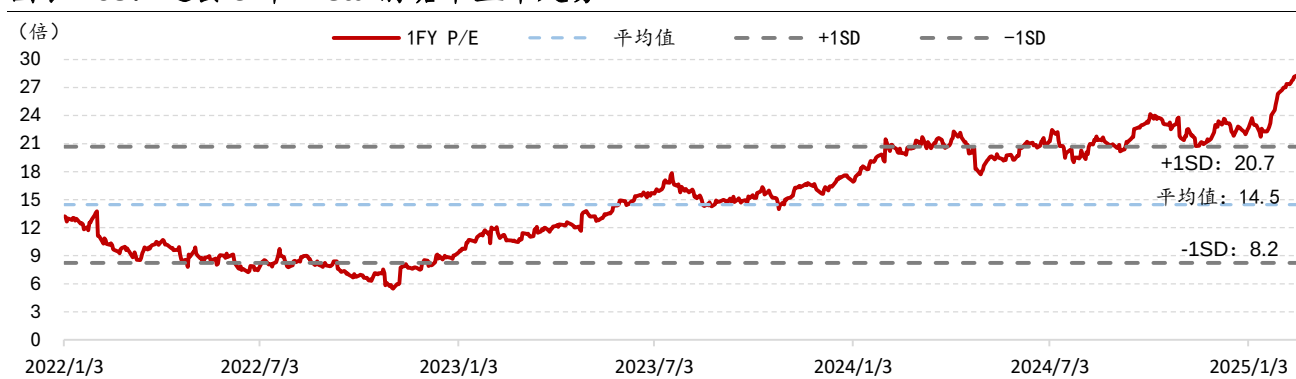


资料来源：公司资料，国证国际

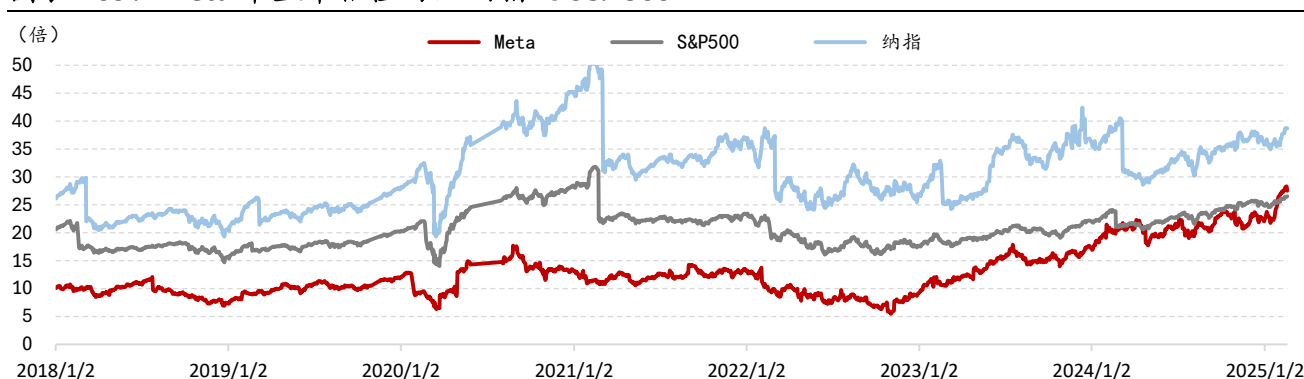
估值&目标价

我们认为 Meta 的全球社交龙头地位稳固，主要考虑：1) 社交业务具备高壁垒特点，用户社交关系沉淀是核心壁垒，新玩家难以撼动，其全球布局广度及深度远领先于现有其他玩家。2) Meta 处于 VR/AR、元宇宙的探索前沿，若社交生态因智能设备及技术革命发生范式转移，Meta 仍有望在下一代社交中占据优势。

目标价 850 美元，首予买入评级。回顾历史估值，2018 年至今，Meta 前瞻市盈率从 10 倍提升至 25 倍以上水平，估值低估在 2022 年底，低至 6 倍市盈率，2023 年至今，公司股价实现业绩及估值双提振。我们给予 32 倍（当前纳指市盈率 38.7 倍折价约 20%）2025 年市盈率，目标价 850 美元，较现价有 19% 涨幅。我们认为 Meta 仍处于 AI 及新技术的高投入阶段，与此同时 AI 投入对社交及广告主业有着显著的正向协同效应。Facebook 及 Instagram 的用户规模仍维持同比增长是广告主业的坚实基础，同时短视频 Reels 的渗透率及用户时长提升，自动化工具 Advantage+ 套件行业渗透提升及商业化提速，WhatsApp、Threads、Meta AI 等的潜在商业化均是额外的增长动力。

图表 108: 过去 3 年 Meta 前瞻市盈率走势


资料来源: 公司资料, 彭博, 国证国际 (注: 截至 2025 年 2 月 18 日)

图表 109: Meta 市盈率估值对比纳指及 S&P500


资料来源: 公司资料, 彭博, 国证国际 (注: 截至 2025 年 2 月 18 日)

图表 110: 可比公司估值表

公司	股票代码	交易 货币	收盘价 (交易货币)	年初 至今	最新市值 (十亿美元)	P/E		P/S		EV/EBITDA		收入 (报表货币, 百万)		净利润 (报表货币, 百 万)	
						1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	1FY(YoY)	1FY	1FY(YoY)
美股科技巨头															
苹果	AAPL US	USD	244	-2%	3,672	33.4	29.8	9.0	8.3	25.4	23.3	409,835	5%	110,019	6%
英伟达	NVDA US	USD	139	4%	3,414	47.4	31.4	26.4	17.2	39.2	25.2	129,389	112%	72,965	126%
微软	MSFT US	USD	410	-3%	3,045	31.1	27.2	11.0	9.7	19.6	16.9	277,039	13%	98,300	12%
亚马逊	AMZN US	USD	227	3%	2,402	32.7	27.2	3.4	3.1	15.3	13.3	700,217	10%	78,594	-3%
Alphabet	GOOGL US	USD	184	-3%	2,252	20.1	17.5	6.8	6.1	13.0	11.4	330,921	12%	115,279	15%
META	META US	USD	716	22%	1,815	27.5	24.0	9.6	8.5	17.3	14.3	188,584	15%	65,790	6%
Tesla	TSLA US	USD	354	-12%	1,139	123.4	92.0	10.0	8.3	62.1	46.8	113,388	16%	10,177	21%
平均						45.1	35.6	10.9	8.7	27.4	21.6				
社交媒体															
Reddit	RDDT US	USD	187	14%	34	89.8	58.9	18.7	14.4	NA	NA	1,812	39%	465	30%
Pinterest	PINS US	USD	39	36%	27	21.9	18.5	6.3	5.5	18.5	13.9	4,231	16%	1,311	45%
SnapChat	SNAP US	USD	11	3%	19	30.8	22.4	3.1	2.7	28.8	19.8	6,100	14%	556	14%
Match	MTCH US	USD	35	8%	9	16.5	13.9	2.6	2.4	9.5	8.8	3,457	-1%	545	-1%
平均						39.7	28.4	7.7	6.2	18.9	14.2				
数字广告															
AppLovin	APP US	USD	496	53%	181	76.3	52.6	31.3	25.6	48.1	36.6	5,774	23%	2,221	41%
The Trade Desk	TTD US	USD	80	-32%	40	45.7	37.3	13.6	11.3	32.7	25.2	2,899	19%	906	9%
Roku	ROKU US	USD	96	29%	14	NA	173.2	3.0	2.7	32.6	21.9	4,619	12%	-38	71%
Magnite	MGNI US	USD	19	22%	2.7	25.6	23.5	4.5	3.9	14.1	10.2	612	11%	115	48%
Criteo S.A.	CRTO US	USD	45	13%	2.5	9.9	9.5	2.1	1.9	5.1	4.3	1,178	5%	261	-3%
平均						39.4	59.2	10.9	9.1	26.5	19.6				

资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 国证国际 (注: 截至 2025 年 2 月 18 日)

八、风险提示

风险主要包括：

- 1) 若美国宏观经济走弱，将影响零售、电商、游戏等主要广告主的广告支出；
- 2) 大模型竞争激烈，技术范式迭代迅速，若 Llama 大模型竞争力不能维持，较高的资本投入面临低回报风险；
- 3) 自动化广告工具 Advantage+ 的行业渗透率提升不及预期；
- 4) 若美元走强趋势延续，海外收入的汇兑损失对公司利润表有不利影响；
- 5) 部分市场（如欧盟）的反垄断审查、隐私保护等相关监管及潜在罚款。

附表：Meta 历史上主要并购

公司名称	简介	成立时间	国家	收并购日期	交易金额 (百万美元)	收购类型
FriendFeed	社交聚合服务提供商	2007	美国	2009/8/10	48	商业并购
Friendster	游戏社交	2001	马来西亚	2009/12/10	40	商业并购
Octazen	4D游戏开放商	2006	马来西亚	2010/2/19	-	商业并购
Divvy shot	群组照片共享	2009	美国	2010/4/2	-	商业并购
ShareGrove	社交	2008	美国	2010/5/26	-	人才并购
Hot Potato	直播社交	2009	美国	2010/7/28	10	商业并购
Dropio	在线文件共享服务	2007	美国	2010/10/29	10	商业并购
Zenbe	社交	2006	美国	2010/11/16	-	人才并购
rel8tion	广告服务提供商	2010	美国	2011/1/25	-	人才并购
Beluga	群组通讯	2010	美国	2011/3/1	-	人才并购
Snaptu	社交资料聚合服务提供商	2007	以色列	2011/3/20	70	商业并购
Daytum	数据收集及分析	2005	美国	2011/4/27	-	商业并购
Madebysofa	软件开发	2006	荷兰	2011/6/9	-	商业并购
Push Pop Press	数字化解决方案	2010	美国	2011/8/2	-	商业并购
Friend	社交问答平台	2009	美国	2011/10/10	-	人才并购
Digital Staircase	移动端图片及视频开发	2008	美国	2011/11/7	-	商业并购
Strobe	软件开发	2010	美国	2011/11/8	-	商业并购
MailRank	邮箱验证	2010	美国	2011/11/15	-	人才并购
Caffeinated Mind	大数据处理	2005	美国	2012/2/29	-	人才并购
Sendoid	用于P2P文件传输的Web应用程序	2011	美国	2012/2/29	-	人才并购
GazeHawk	眼动追踪解决方案提供商	2010	美国	2012/3/8	-	商业并购
Instagram	照片及视频社交	2010	美国	2012/4/9	1,000	商业并购
Glancee	社交	2010	美国	2012/5/4	-	人才并购
Lightbox	社交图片处理	2010	美国	2012/5/15	-	商业并购
Karma	社交数据分析	2011	美国	2012/5/18	-	人才并购
Bolt Peters	软件开发	2012	美国	2012/5/24	-	商业并购
Face.com	人脸识别	2007	以色列	2012/6/18	-	商业并购
Acrylic Software	移动应用开发服务提供商	2009	加拿大	2012/7/20	-	商业并购
Threadsy	快时尚电商	2008	美国	2012/8/24	-	商业并购
Atlas Solutions	在线广告投放与测量平台	2001	美国	2013/2/8	100	商业并购
Osmeta	基于云的虚拟化VM管理和监控解决方案提供商	2011	美国	2013/3/1	-	人才并购
storylane.com	兴趣社交	2012	美国	2013/3/8	-	商业并购
Parse	移动后端即服务平台	2011	美国	2013/4/26	85	商业并购
Monoidics	面向行业的软件验证和分析解决方案	2009	英国	2013/7/18	-	人才并购
Jibbig	数据处理及翻译	2009	美国	2013/8/12	-	人才并购
Onavo	数据分析	2010	以色列	2013/10/13	100	人才并购
SportStream	体育社交新闻聚合平台	2012	美国	2013/12/17	-	人才并购
Little Eye Labs	数据分析	2012	印度	2014/1/7	-	商业并购
WhatsApp	个人即时通讯	2009	美国	2014/2/19	22,000	商业并购
Oculus	VR厂商	2014	美国	2014/3/25	2,000	商业并购
Moves	健身追踪	2012	芬兰	2014/4/24	-	商业并购
Pryte	数字服务	2013	芬兰	2014/6/3	-	人才并购
LiveRail	视频广告服务	2008	美国	2014/7/2	-	人才并购
PrivateCore	云计算	2011	美国	2014/8/7	-	商业并购
Wit.ai	物联网自然语言处理	2013	美国	2015/1/5	-	商业并购
QuickFire Networks	视频压缩服务	2012	美国	2015/1/8	-	人才并购
Teehan+Lax	手机运营开发	2002	加拿大	2015/1/16	-	人才并购
TheFind	电商搜索	2005	美国	2015/3/13	-	人才并购
Endaga	手机网络设置服务	2014	美国	2015/10/5	-	人才并购
Masquerade Technologies	面部识别专用视频编辑工具	2010	白俄罗斯	2016/3/9	-	人才并购
Two Big Ears	专注于VR和游戏应用的双耳音频混音技术	2013	英国	2016/5/23	-	人才并购
Eyegroove	视频+音乐自拍	2013	美国	2016/8/6	-	商业并购
Nascent Objects	模块化消费电子产品开发平台	2014	美国	2016/9/19	-	商业并购
CrowdTangle	社交媒体活动管理和分析平台	2012	美国	2016/11/11	-	商业并购
FacioMetrics	基于人工智能的面部分析情绪检测平台的开发	2014	美国	2016/11/16	-	人才并购
Source3	企业许可和权限管理解决方案提供商	2014	美国	2017/7/18	-	人才并购
Ozlo	AI聊天助手	2013	美国	2017/7/31	-	人才并购
tbh	匿名社交	2013	美国	2017/10/16	100	商业并购
Redkix	基于云的企业统一电子邮件协作解决方案提供商	2014	以色列	2018/7/26	100	商业并购
Vidpresso	直播社交服务商	2012	美国	2018/8/15	-	人才并购
Chainspace	分片智能合约的去中心化基础设施	2018	直布罗陀	2019/2/4	-	人才并购
Grokstyle	基于SaaS的在线零售商视觉搜索和推荐解决方案	2015	美国	2019/2/8	-	人才并购
Sonics	半导体知识产权	1996	美国	2019/3/13	-	商业并购
Servicefriend	B2B通讯	2015	以色列	2019/9/22	-	人才并购
CTRL	神经网络接口技术解决方案提供商	2017	美国	2019/9/23	1,000	商业并购
Atlas ML	开源机器学习服务提供商	2018	英国	2019/12/13	40	商业并购
Playgiga	云游戏技术提供商	2013	西班牙	2019/12/18	78	商业并购
Packagd	视频电商	2016	美国	2019/12/20	-	商业并购
Scape Technologies	为城市规模的增强现实开发本地化引擎	2016	英国	2020/2/8	40	商业并购
DeepTide	人工智能	2018	美国	2020/2/11	-	商业并购
Sanzaru Games	VR游戏开发工作室	2006	美国	2020/2/25	-	商业并购
Mapillary	众包照片地图服务	2013	瑞典	2020/6/18	-	商业并购
Lemnis Technologies	VR头戴式设备厂商	2017	新加坡	2020/9/18	-	商业并购
Kustomer	基于云的客户服务中心CRM平台	2015	美国	2020/11/30	1,000	商业并购
Downpour Interactive	VR游戏开放商	2015	美国	2021/4/30	-	商业并购
Unit 2 Games	协同游戏创作平台	2017	英国	2021/6/4	-	商业并购
BigBox VR	VR游戏开放商	2016	美国	2021/6/11	-	商业并购
AI.Reverie	基于计算机视觉的人工智能模型训练和测试平台	2017	美国	2021/10/11	-	人才并购
Supernatural	提供基于VR的可穿戴耳机和健身训练应用程序	2018	美国	2021/10/31	-	商业并购

资料来源：公开资料，Tracxn.com，国证国际

附表：财务报表预测

利润表						资产负债表					
(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	134,902	164,501	189,120	215,923	243,550	现金及现金等价物	41,862	43,889	45,645	47,470	49,369
营业成本	-25,959	-30,161	-35,791	-41,335	-46,380	有价证券	23,541	33,926	35,283	36,694	38,162
毛利润	108,943	134,340	153,329	174,588	197,169	应收账款净额	16,169	16,994	21,102	23,200	26,672
销售费用	-12,301	-11,347	-13,299	-14,500	-15,624	预付账款及其他	3,793	5,236	5,669	6,672	7,413
研发费用	-38,483	-43,873	-51,729	-58,305	-66,008	流动资产总额	85,365	100,045	107,699	114,037	121,616
行政费用	-11,408	-9,740	-12,890	-14,061	-15,373	物业、厂房及设备	96,587	121,346	141,776	164,460	188,425
经营利润	46,751	69,380	75,411	87,723	100,164	经营租赁	13,294	14,922	16,950	18,390	20,068
利息及其他	677	1,283	645	105	345	商誉	20,654	20,654	20,579	20,670	20,676
税前利润	47,428	70,663	76,056	87,828	100,509	其他非流动资产	99,088	119,132	123,390	130,614	139,268
所得税	-8,330	-8,303	-8,937	-10,320	-11,810	总资产	229,623	276,054	302,695	334,134	368,437
净利润	39,098	62,360	67,119	77,508	88,699	应付账款	4,849	7,687	3,980	5,539	7,731
						经营租赁负债，流动	1,623	1,942	2,160	2,580	2,893
						其他应付账款	25,488	23,967	27,882	32,407	36,595
						流动负债总额	31,960	33,596	33,596	33,596	33,596
						经营租赁负债，非流动	17,226	18,292	20,803	23,881	26,863
						长期负债	18,385	28,826	28,511	28,070	32,972
						其他非流动负债	8,884	12,703	13,529	16,060	17,769
						总负债	76,455	93,417	96,440	101,607	111,200
						股本溢价	73,253	83,228	86,557	90,019	93,620
						累积其他综合收益	-2,155	-3,097	-12,970	-29,972	-59,113
						留存收益	82,070	102,506	132,668	172,480	222,729
						股东权益总额	153,168	182,637	206,255	232,528	257,237
						负债及权益总额	229,623	276,054	302,695	334,134	368,437
主要财务比率						现金流量简表					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E(x)*	46.4	29.1	27.0	23.4	20.5	经营活动现金流	71,113	91,328	101,264	125,450	144,574
P/B(x)	11.8	9.9	8.8	7.8	7.1	投资活动现金流	-24,495	-47,150	-61,072	-64,755	-68,463
毛利率	41.5%	46.1%	47.2%	47.6%	47.8%	融资活动现金流	-19,500	-40,781	-41,400	-42,526	-43,219
净利润率	29.0%	37.9%	35.5%	35.9%	36.4%	期初现金	15,596	42,827	45,438	43,794	61,593
营销费率	9.1%	6.9%	7.0%	6.7%	6.4%	期末现金	42,827	45,438	43,794	61,593	93,954
研发费用率	28.5%	26.7%	27.4%	27.0%	27.1%						
管理费用率	8.5%	5.9%	6.8%	6.5%	6.3%						
经营费用率	46.1%	39.5%	41.2%	40.2%	39.8%						
经营利润率	34.7%	42.2%	39.9%	40.6%	41.1%						
ROE	25.5%	34.1%	32.5%	33.3%	34.5%						
ROA	17.0%	22.6%	22.2%	23.2%	24.1%						
资产权益比	150%	151%	147%	144%	143%						

数据来源：公司财报，国证国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司（国证国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解读），国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010