

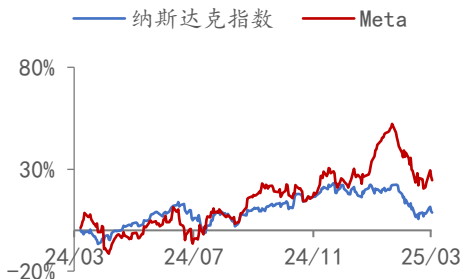
广告量价齐升，Meta AI 打开业绩想象空间

投资评级：增持
首次覆盖

报告日期：2025-03-31

收盘价(美元)	576.74
近12个月最高/最低(美元)	740.3/196.9
总股本(百万股)	2,534
流通股本(百万股)	2,534
流通股比例(%)	100
总市值(亿美元)	14,613
流通市值(亿美元)	14,613

公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 微软深度：拥抱云与AI，开启新的增长飞轮 2024-06-27
2. Amazon 深度：壁垒高筑，资本投入下带来业绩展望 2024-04-06

主要观点：

● AI 对广告业务全链路赋能，广告处于量价齐升阶段

AI 对 Meta 广告业务已经形成广告投放效率提升→广告主 ROI 提升→CPM 增长→Meta 广告收入提升的传导路径。

1) 通过 AI 广告算法优化，一定程度上弥补了苹果 IDFA 限制对广告投放效率带来的冲击。此前苹果 ATT 框架导致广告商无法通过 IDFA 跨应用追踪用户行为，难以构建完整的用户画像，精准定向能力大幅下降。Meta 通过 Advantage Plus、Lattice 等 AI 模型强化算法，提升第一方数据利用率，优化广告投放效率；

2) 通过全面升级 AI 推荐架构，平台内优质内容可以通过 AI 推荐给相关用户，显著提升了用户在其应用上的使用时长，形成“用户停留延长→广告曝光增加→算法优化反哺体验”的正向循环；

3) 在广告素材的生成及广告投放等环节，广告主可以通过 Advantage+ 和 AI Sanbox 等 AI 工具实现广告创意到自动化出价的全流程优化，提升广告主 ROI。

● Reels 高速增长，Threads 有望提供广告收入新增量

1) 当前 Reels 广告仍处于高速增长阶段，23Q2 Reels 广告 ARR 已经突破 100 亿美元，当前已经成为 Meta 广告业务主要的驱动力之一，同时 Meta 今年预计推出 Reels 独立应用，将直接对标 TikTok；

2) 今年 Meta 初步开始尝试在 Threads 中进行广告投放，尝试商业化变现，中长期看，横向对标 X(Twitter)，我们认为 Threads 的广告收入或将在未来为 Meta 提供数十亿乃至更高的收入增量。

● VR 和 AI 眼镜领导者，静待奇点来临

1) Meta 是当前全球 VR/AR 设备市场的领导者，24Q4 出货量口径统计下市占率高达 79%；2) 全球 AI 眼镜市场加速升温，Meta 已凭借 Ray-Ban Meta 成为 AI 眼镜行业领先的玩家。

我们认为 AI 眼镜具备巨大潜力，将会成为端侧 AI 最为重要的入口之一，其次我们看好 Meta AI 和 Meta 应用生态对端侧 AI 产品的赋能。虽然 VR/AR/AI 眼镜设备在用户眼上仍存在痛点，但随着技术进步和硬件的更新迭代，硬件性能与用户体验的质变将驱动市场完成从早期尝鲜到大众普及的跨越。

● Meta AI 空间极为广阔，为 Meta 长期发展打开业绩想象

1) Meta AI 在基础能力上与当前主流 chatbot(ChatGPT、Gemini 等)相似，但应用场景和交互形态上存在差异。Meta AI 原生嵌入 FoA 产品矩阵，覆盖几十亿活跃用户及其社交图谱，区别其他 chatbot 只能作为纯工具型 AI。其次区别于其他 chatbot 单一会话模式，Meta AI 可进行社交行为联动；

2) 我们进行了远期 Meta AI 订阅付费收入测算，长期看 Meta AI 每年订阅收入有望达数百亿美元，建议关注后续 Meta AI 商业化变现节奏。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年 Meta 总体收入 1881/2136/2385 亿美元，同比 +14.4%/+13.5%/+11.7%；利润侧：今年受 CapEx 支出增加影响，2025 年利润水平或将会受到一定影响，我们预计 2025-2027 年 GAAP 净利润为 637/697/779 亿美元，同比+2.2%/+9.4%/+11.7%。当前市值对应 2025-2027 年 23x/21x/18x PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

全球宏观经济扰动风险；广告投放需求不及预期；AI 进展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	164,500	188,128	213,561	238,549
收入同比 (%)	21.9%	14.4%	13.5%	11.7%
净利润	62,360	63,745	69,706	77,862
净利润同比 (%)	59.5%	2.2%	9.4%	11.7%
EPS (美元)	23.9	24.7	27.7	31.9
P/E	24	23	21	18

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 历史股价&估值复盘	6
2 业务线梳理	10
3 短期边际变化	12
3.1 变化 1: AI 对广告全链路赋能, 广告效率提升带动 CPM 增长	12
3.2 变化 2: REELS 高增长, 为广告业务贡献增量	16
3.3 变化 3: THREADS 尝试商业化变现, 未来或将提供数十亿美元收入增量	18
3.4 变化 4: 利润改善周期接近尾声, 未来高投入下利润率短期或将承压	19
4 长期展望	21
4.1 长期展望 1: VR/AR 领导者, 静待奇点来临	21
4.2 长期展望 2: META AI 空间极为广阔, 关注后续商业化节奏	27
5 盈利预测与估值	31
财务报表与盈利预测	32

图表目录

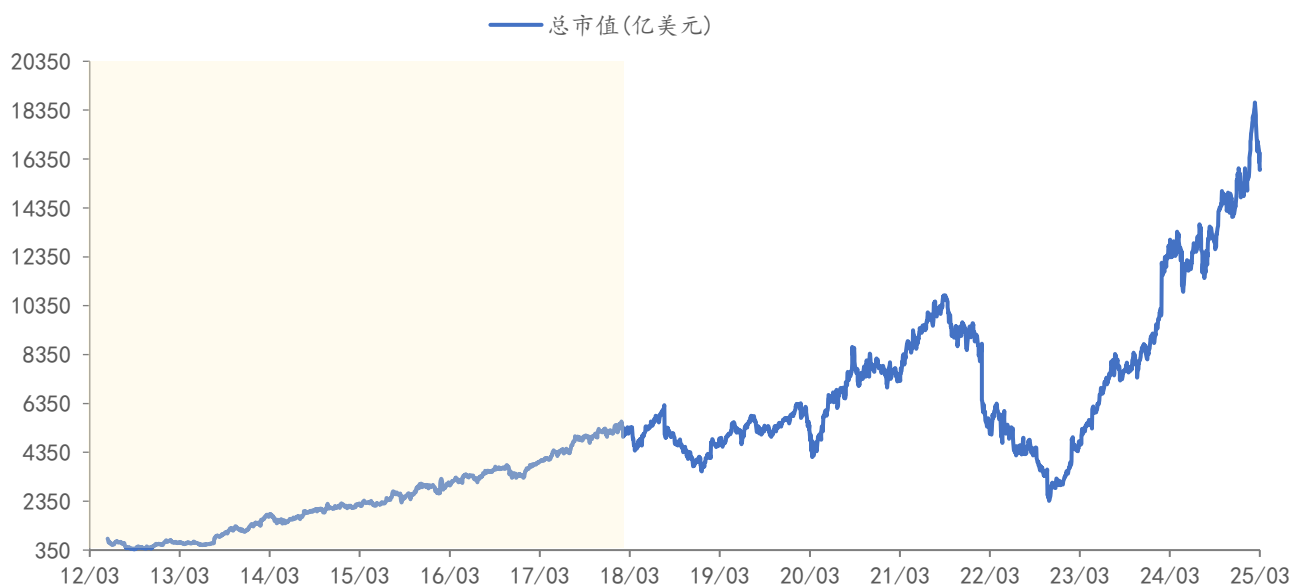
图表 1 META 总市值在 2018 年之前持续走高	6
图表 2 2018 年 META 市值出现下跌	7
图表 3 2018 年 META PE-TTM 跌至 20 以下	7
图表 4 2019 年 META 市值超跌反弹	7
图表 5 2019 年 META 迎来估值修复	7
图表 6 2020 年 META 市值	8
图表 7 2020 年 META PE-TTM	8
图表 8 2021-2022 年 META 市值迎上市来最大跌幅	8
图表 9 2022 年 META 估值触底	8
图表 10 2022 年 META 收入增速出现负增长	9
图表 11 2022 年 META MAP 增速明显放缓（百万人）	9
图表 12 2023 年以来 META 市值飙升	9
图表 13 2023 年以来 META 估值修复，PE-TTM 回到合理区间	9
图表 14 2023 年以来 META 收入增速重回 20%+	10
图表 15 2023 年以来 META OPM 快速修复	10
图表 16 META 业务线收入（年度，百万美元）	10
图表 17 META 业务线收入（季度，百万美元）	10
图表 18 META 业务线 OPERATING PROFIT（百万美元）	11
图表 19 META 业务线 OPM	11
图表 21 海外主流广告主广告收入同比增速	12
图表 22 META LATTICE 模型	13
图表 24 AI SANBOX 广告素材自动生成实例	15
图表 26 2023 年底以来 META 广告 CPM 同比增速转正	16
图表 27 海外主流社交&视频平台 MAU（亿人）	17
图表 28 用户每月平均使用时长（小时）	17
图表 30 根据业绩会 ARR 推算 REELS 收入	18
图表 31 THREADS APP 界面	19
图表 32 海外主流社交&视频平台 MAU（亿人）	19
图表 33 X（TWITTER）广告收入情况	19
图表 34 META 利润表现（百万美元）	20
图表 35 META OPM	20
图表 36 META 三费率	20
图表 37 META CAPEX/OCF 比重	20
图表 38 META 重组费用分布（百万美元）	21
图表 39 META CAPEX 预期（BBG CONSENSUS，百万美元）	21
图表 40 全球 VR/AR 出货量（百万台）	22
图表 41 全球 VR/AR 出货量预测（百万台）	22
图表 42 全球主流厂商 VR/AR 出货量市占率	22
图表 43 2024 年 STEAMVR 设备市占率	22
图表 46 低 PPI 带来的“纱窗效应”	24
图表 47 低刷新率带来的“余晖效应”	24

图表 48 不同 FOV 下呈像对比	25
图表 50 RAY-BAN META 不同款式	26
图表 51 RAY-BAN META 直播功能	26
图表 52 RAY-BAN META 视频通话	26
图表 53 RAY-BAN META 二维码识别	26
图表 55 META AI 在 FoA 各应用中的形态（语音对话）	28
图表 56 在 FoA 应用中可直接与 META AI 对话	28
图表 57 在与朋友聊天界面可@META AI 进行交流	28
图表 58 在 FACEBOOK 中浏览到的帖子，可以点击 ASK META AI 进行深度询问/查询	29
图表 59 META AI 开放地区/国家时间安排	30
图表 60 META AI 订阅收入测算（亿美元/年）	30
图表 61 META 盈利预测（百万美元）	31

1 历史股价&估值复盘

上市-2017 年，市值受业绩驱动持续增长：2010 年后移动互联网时代开启，全球移动互联网用户高速增长，带动数字营销和移动端广告的放量，全球互联网股普涨业绩，Facebook MAU 快速提升，2017 年底达 21.3 亿，全球第一社媒平台地位稳固，业绩端快速放量，14-17 年收入 CAGR=48%，GAAP 净利润 CAGR=84%，市值随业绩持续增长。

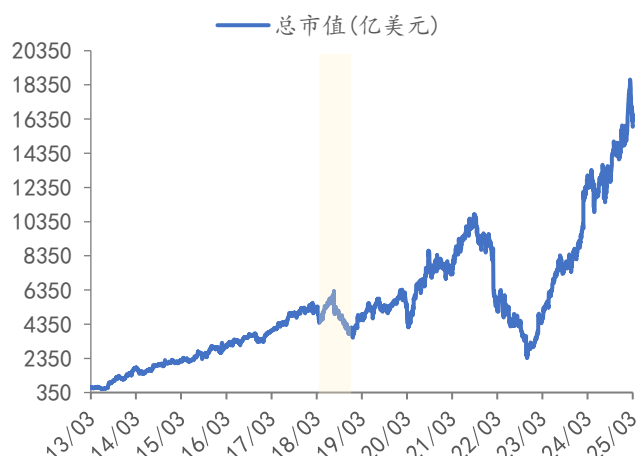
图表 1 Meta 总市值在 2018 年之前持续走高



资料来源：iFind、华安证券研究所

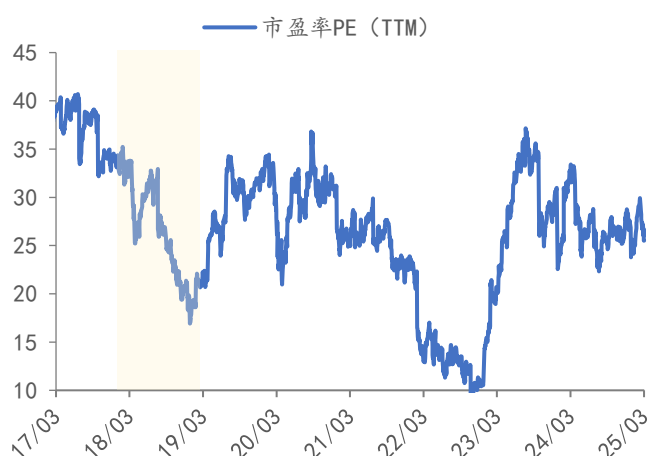
2018 年，面临数据泄露丑闻及竞争格局恶化，市值大幅缩水：18 年 3 月，因“剑桥分析”事件深陷用户隐私数据泄露丑闻，引发市场对政府监管、用户流失以及广告撤出等方面的恐慌，连续多日股价暴跌。此外 Tiktok 18 年全球化快速推进，全球平均 MAU 达 2.71 亿，yoy 近 400%，对 Meta 业务构成威胁，市场悲观情绪致使 Meta 市值出现大幅缩水，PE-ttm 降至 20 以下。

图表 2 2018 年 Meta 市值出现下跌



资料来源：iFind、华安证券研究所

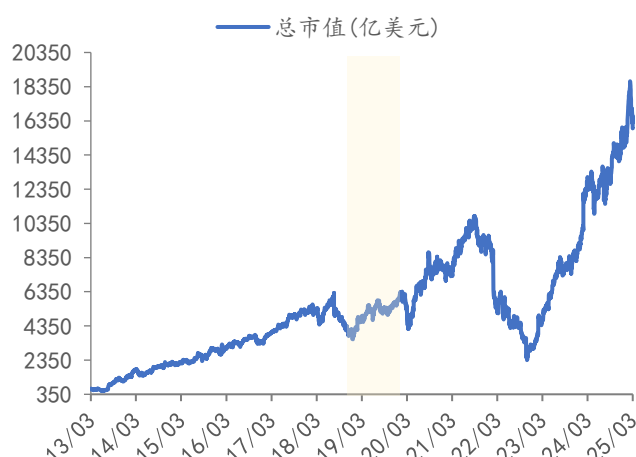
图表 3 2018 年 Meta PE-ttm 跌至 20 以下



资料来源：iFind、华安证券研究所

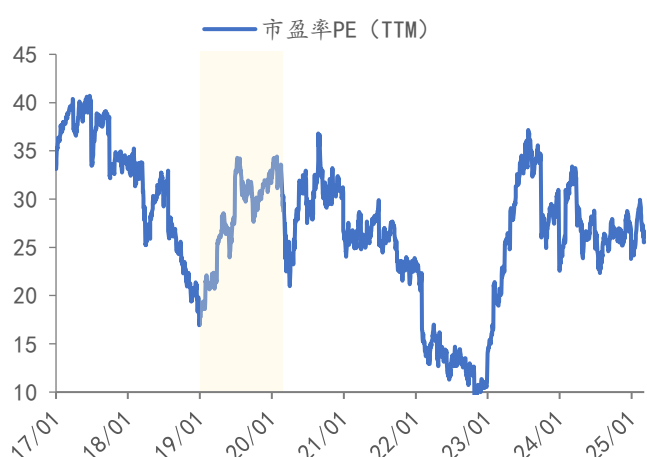
2019 年，Meta 逐渐走出隐私泄露阴影，19 年 5 月，Quest 1 正式发售，19 年 6 月加密货币平台 Libra 上线，估值修复驱动股价有所回升。

图表 4 2019 年 Meta 市值超跌反弹



资料来源：iFind、华安证券研究所

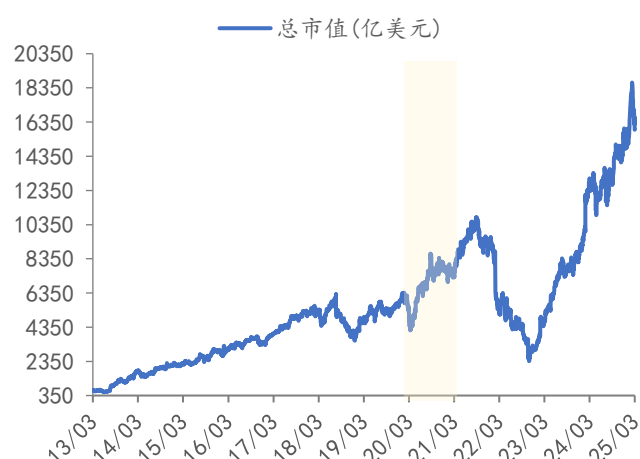
图表 5 2019 年 Meta 迎来估值修复



资料来源：iFind、华安证券研究所

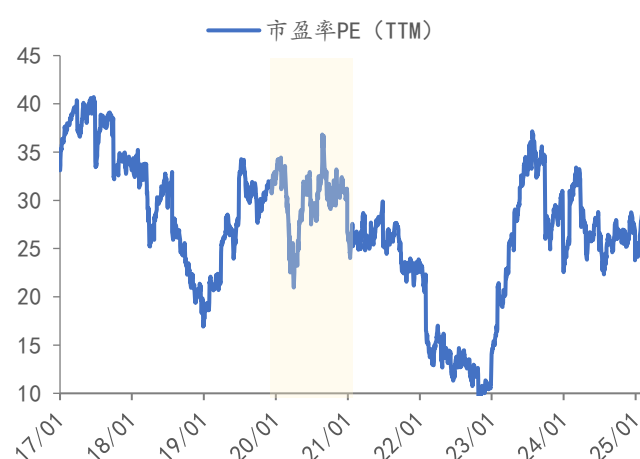
2020 年：新冠疫情爆发，全球经济停滞，广告投放需求下滑，受疫情影响，20Q1 公司收入 yoy 首次降低至 20% 以内，股价下跌。但 20Q3 起，积压广告投放需求放量，公司业绩迅速反弹，收入同比增速重回 20%+（20Q3-20Q4 收入同比分别为 +22%/+33%），此外 20 年 8 月 Instagram 入局短视频赛道，reels 全面登陆全球 50 余个市场，20 年 9 月发布 Quest 2，首发销量达 Quest 1 的 5 倍以上，在业绩回暖下，市值继续上行。

图表 6 2020 年 Meta 市值



资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 7 2020 年 Meta PE-ttm

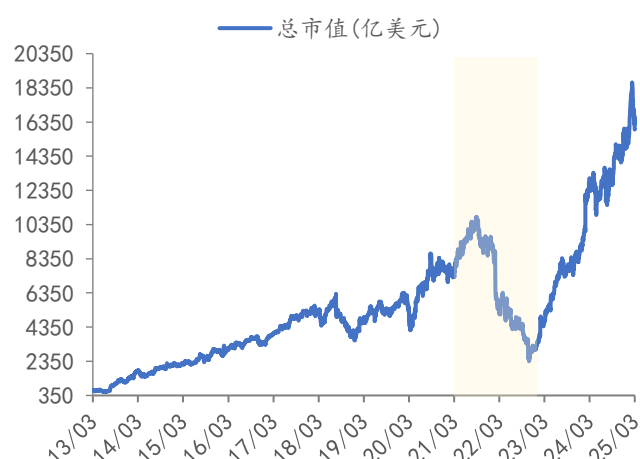


资料来源：iFind、华安证券研究所

2021-2022 年，Meta 迎来自上市以来的最大跌幅：21 年 4 月，苹果正式推出 IDFA 隐私新规，Meta 无法基于用户隐私数据推送广告，导致广告效率降低；21Q4，Meta 广告收入增速再次回落到 20%，且用户增长萎靡，此外，元宇宙部门投入持续扩张，21 年共亏损 102 亿美元，Meta 的市场扩张和盈利能力都遭市场质疑；21 年 10 月 4 日，Meta 旗下 3 大平台出现技术故障，遇 08 年以来最长宕机，股价大跌。

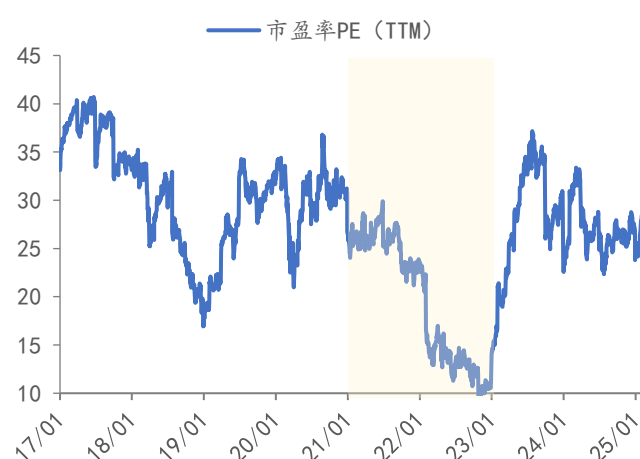
22 年 3 月，美联储开启加息进程，美股整体呈下跌趋势，公司普遍缩减广告预算，广告投放需求趋于疲软，谷歌、Snap 等普跌；22 年，TikTok 竞争加剧，广告业务增长迅猛，全年实现超 100 亿美元广告营收，而 Meta 由于广告需求疲软+竞争加剧+苹果隐私协议等因素的叠加，在 22 年收入出现连续 3 季度负增长，市场信心进一步下滑，同时用户增长也进入平稳期。此外，Meta 对元宇宙部门持续高投入，利润端大幅缩水，Meta 被质疑忽视核心广告业务，股价不断下探，估值水平触底。

图表 8 2021-2022 年 Meta 市值迎上市来最大跌幅



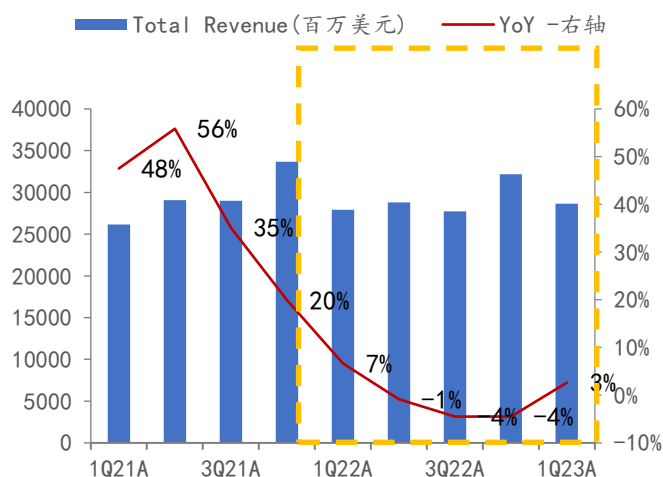
资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 9 2022 年 Meta 估值触底



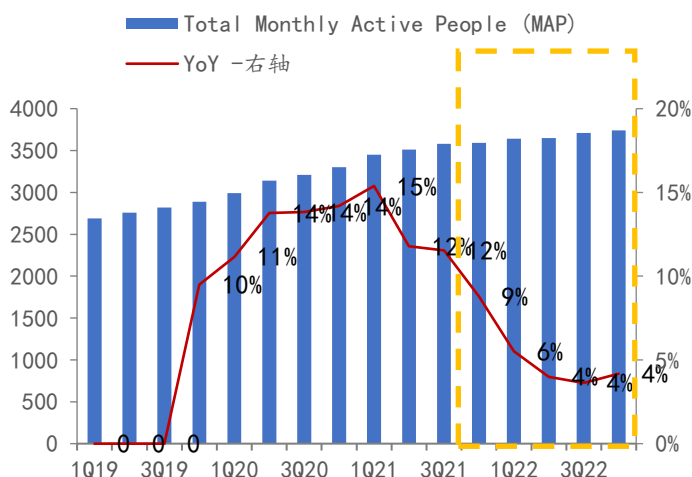
资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 10 2022 年 Meta 收入增速出现负增长



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 11 2022 年 Meta MAP 增速明显放缓 (百万人)



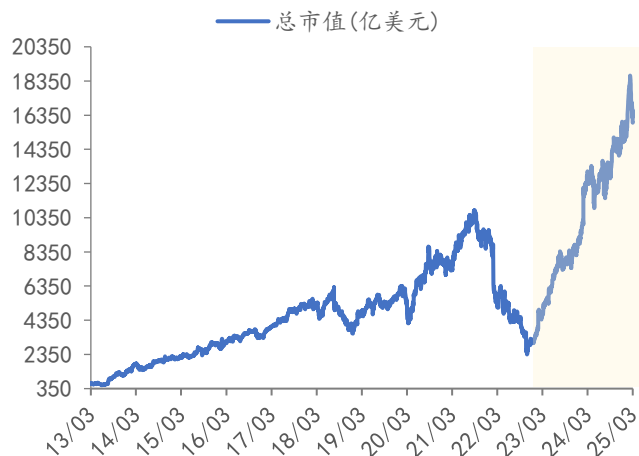
资料来源：公司公告、华安证券研究所

2023-至今，广告需求回暖+AI 叙事，市值持续走强。

2023 年，美国经济复苏，下游广告投放需求同步回升，同时 Meta 通过 AI 技术 (Lattice、advantage+ 等) 完成广告定制化推送，降低苹果 IDFA 负面影响，23Q1 营收增速止跌回升；成本端，通过大规模裁员进行成本控制。此外 TEMU、Shein 等中国企业广告投放需求扩张，另一方面 Reels 表现强劲，2023 年下半年，Meta 收入重回 20%+ 增速。

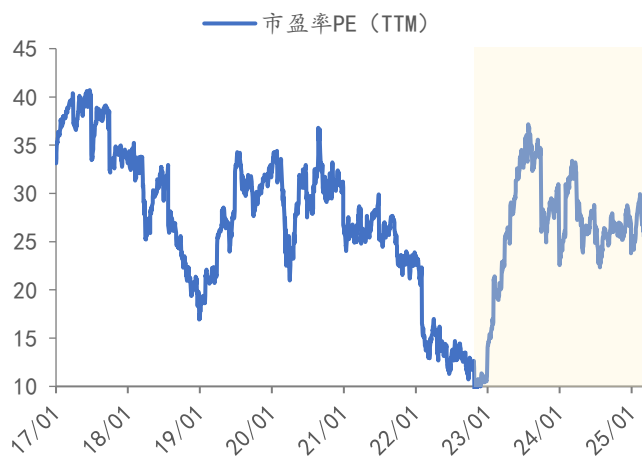
2024 年 AI 叙事带动市值增长，AI 对 Meta 广告业务已经形成广告投放效率提升→广告主 ROI 提升→CPM 增长→Meta 广告收入提升的传导路径。另一方面 Meta 推出的 AI 眼镜获得市场认可，成为端侧 AI 最重要的玩家之一。

图表 12 2023 年以来 Meta 市值飙升



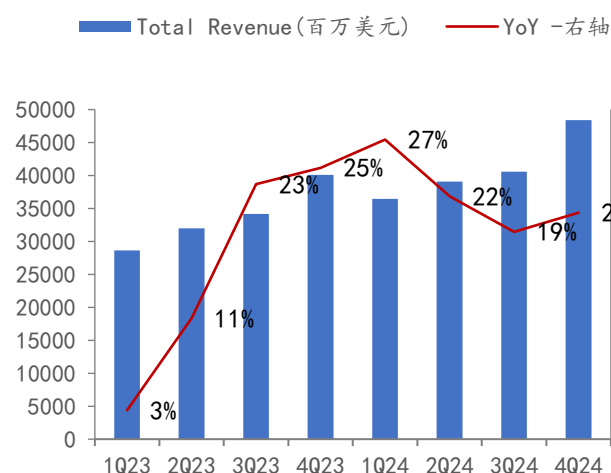
资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 13 2023 年以来 Meta 估值修复，PE-ttm 回到合理区间



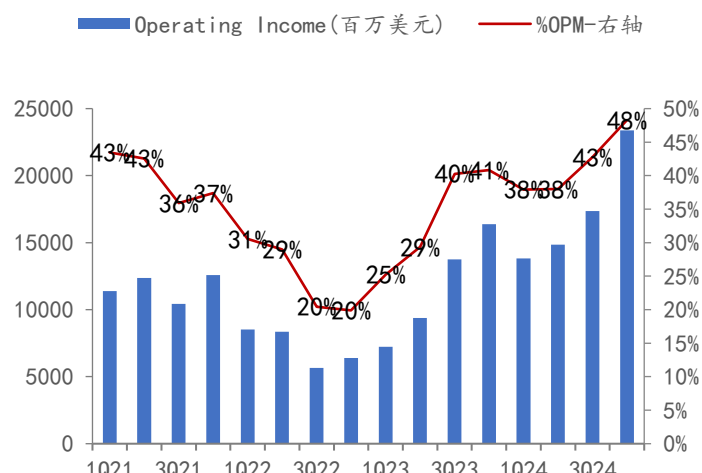
资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 14 2023 年以来 Meta 收入增速重回 20%+



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 15 2023 年以来 Meta OPM 快速修复



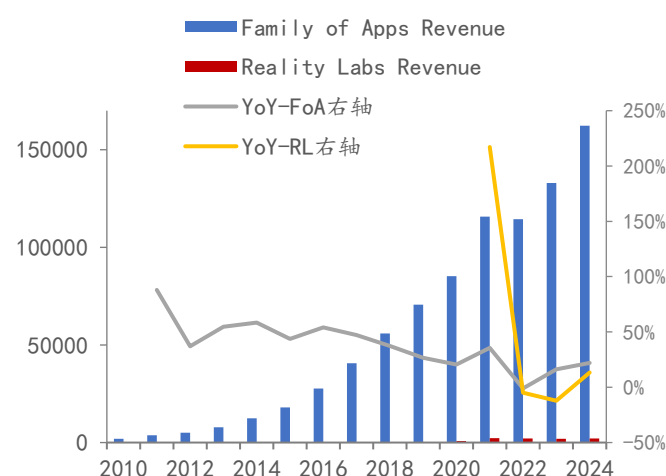
资料来源：公司公告、华安证券研究所

2 业务线梳理

Meta 业务线主要有两条；Family of Apps (FoA) 和 Reality Labs (RL)，其中 FoA 是 Meta 的成熟业务和核心收入来源，以社交媒体平台为基础，通过广告变现，产品包括 Facebook、Instagram、WhatsApp、Messenger 和 Threads。RL 包含硬件和软件两部分，硬件产品包括 Meta Quest 系列 (VR/MR 头显)、Ray-Ban 智能眼镜、Orion AR 眼镜等，软件部分包含 Meta World (元宇宙平台)、Quest Store (VR 应用商店)，软件业务收入来源主要是付费抽佣 (类似苹果税、谷歌税)。

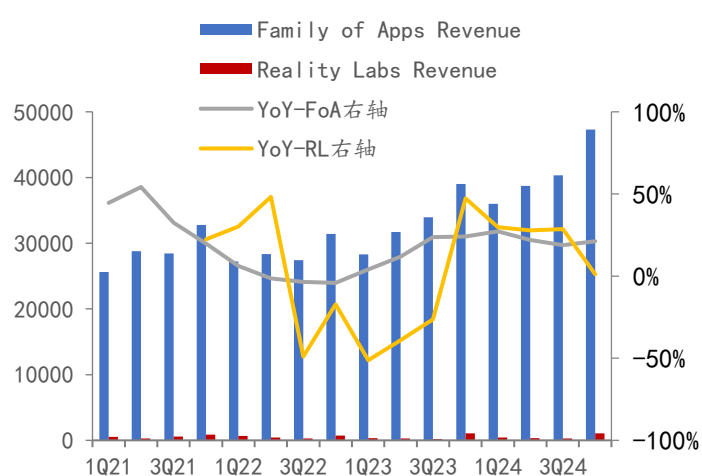
从收入角度看，RL 业务线收入仅占整体收入的 2% 左右，规模极小且暂未盈利，24Q1-24Q4 RL 经营亏损分别为 38/45/44/50 亿美元；FoA 利润率较高且相对稳定，24Q1-24Q4 OPM 分别为 49%/50%/54%/60%。

图表 16 Meta 业务线收入 (年度, 百万美元)



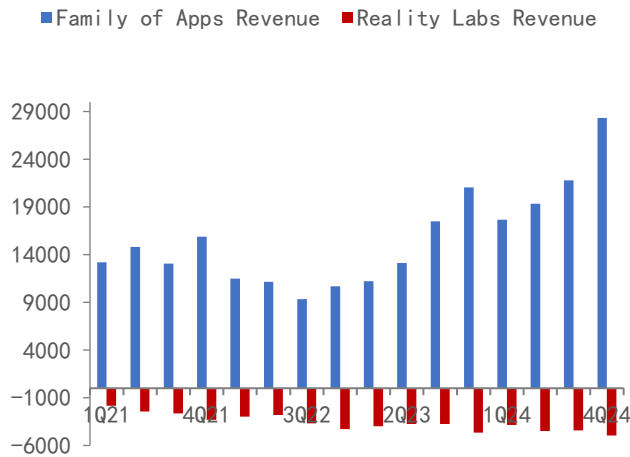
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 17 Meta 业务线收入 (季度, 百万美元)



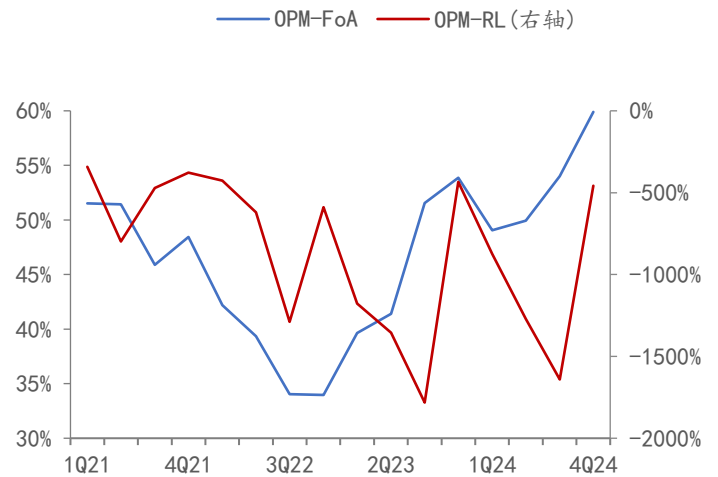
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 18 Meta 业务线 operating profit (百万美元)



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 19 Meta 业务线 OPM



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 20 Meta 业务线旗下产品

业务线	产品	收入来源	简介	用户数
FoA	Facebook	广告	全球最大的社交媒体平台之一	MAU 20 亿+
	Instagram		以图片和短视频为核心的社交平台	MAU 20 亿+
	WhatsApp		即时通讯应用，提供端到端加密	MAU 20 亿+
	Messenger		Facebook 衍生的独立通讯工具，支持聊天、支付及商业服务	MAU 10 亿+
	Threads		Meta 推出的短文本社交平台，对标 Twitter/X，用户可发布实时动态并参与公共话题讨论	MAU 3 亿+
RL	Quest	销售收入	Meta 的虚拟现实 (VR) 头显系列 (如 Quest 2/Quest 3)	2024 年 Quest 系列出货量约 7 百万台
	Ray-Ban Meta		Meta 与雷朋合作的智能眼镜，支持拍照、录像以及各种 AI 功能	2023 年 10 月上市，截至目前超 200 万副
	Orion	暂未推出	Meta 内部研发的增强现实 (AR) 眼镜项目	暂未推出
	Quest Store	商店付费抽佣(每笔交易抽 30%)	Meta 的 VR 应用商店	
	Horizon Worlds	付费抽佣(每笔交易抽 17.5%)	元宇宙社交平台	
AI	Advantage+	暂无直接性收入贡献	Meta 的自动化广告投放	

		工具, 利用 AI 优化广告创意、定位及预算分配, 提升广告主投放效率	
	Lattice	AI 广告模型, 提升广告投放效率	
	Meta AI	AI 助手	目前用户约 6 亿
	AI Studio	AI 开发平台, 可创建 AI 角色	

资料来源: 公司官网、华安证券研究所

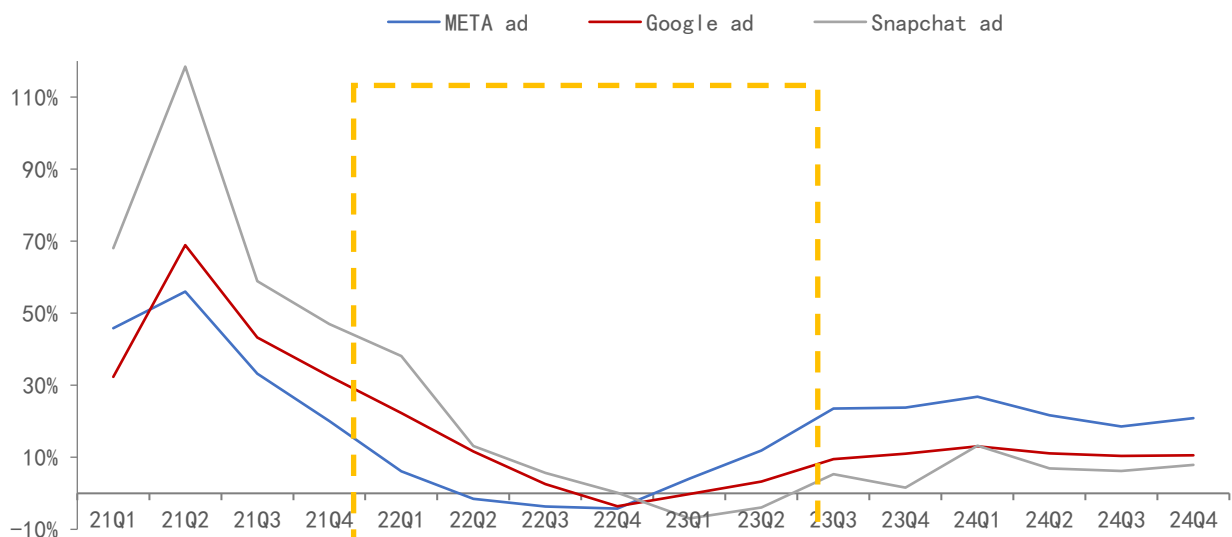
3 短期边际变化

3.1 变化 1: AI 对广告全链路赋能, 广告效率提升带动 CPM 增长

AI 对广告行业的赋能已从技术辅助工具升级为驱动行业变革的核心引擎, 其影响覆盖广告生产、投放、优化及用户体验的全链, 如广告生成 (AI 生成广告素材, 创意生成自动化)、广告投放 (提升匹配精准度, 提升广告转化率) 及广告竞价 (AI 智能竞价, 降低广告主成本) 等, **AI 对 Meta 广告业务已经形成广告投放效率提升→广告主 ROI 提升→CPM 增长→Meta 广告收入提升的传导路径。**

1) 通过 AI 广告算法优化, 一定程度上弥补了苹果 IDFA (Identifier for Advertisers) 限制对广告投放效率带来的冲击。苹果的 IDFA 是苹果公司为移动设备 (iOS、iPadOS 等) 设计的广告标识符, 用于追踪用户在应用和网站上的行为, 以便广告主进行精准广告投放和效果归因。而自 iOS 14.5 起 (2021 年 4 月底上线, 三季度全面推出), 苹果推出 ATT 框架 (App Tracking Transparency), 要求所有应用在追踪用户数据 (包括获取 IDFA) 前, 必须通过弹窗获得用户明确授权。AppsFlyer 统计 iOS 14.5 上线后有大约 68% 的用户拒绝 App 跟踪。

图表 21 海外主流广告主广告收入同比增速

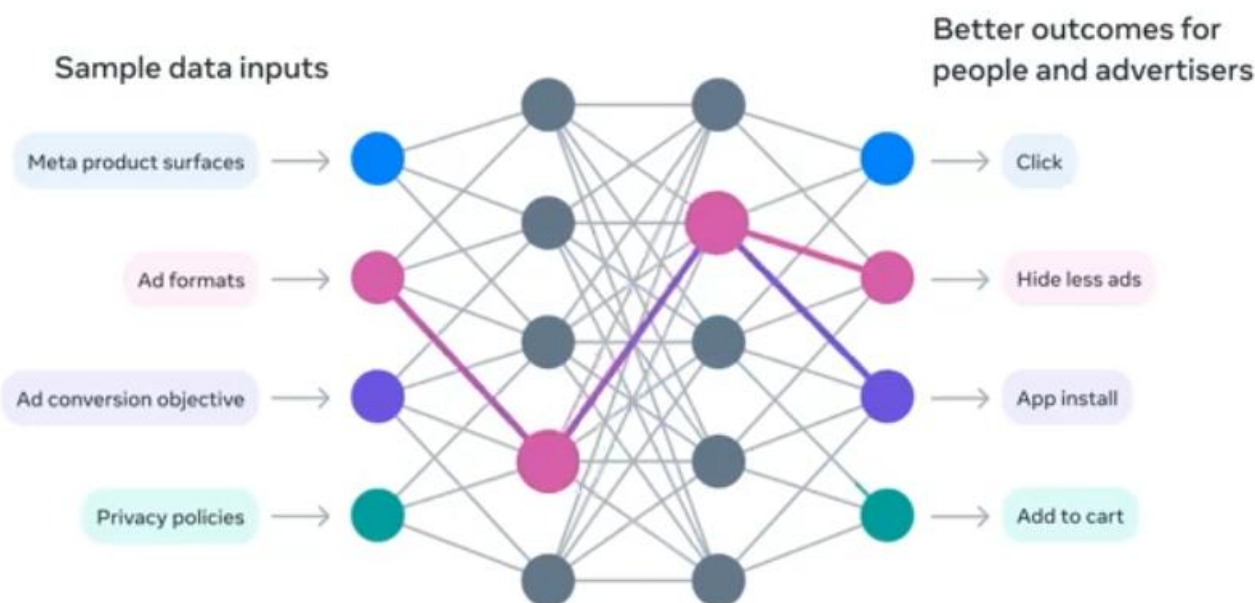


资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

ATT 框架导致广告商无法通过 IDFA 跨应用追踪用户行为，难以构建完整的用户画像，精准定向能力大幅下降。即便苹果推出 SKAdNetwork 作为代替方案（仅向广告主提供汇总的广告效果数据（如安装量），不泄露用户或设备级信息），但 SKAdNetwork 仍具有数据延迟（SKAN 的转化值回传存在延迟，广告商无法实时获取用户行为数据，导致投放策略调整滞后，ROI 优化难度增加）以及数据碎片化（SKAN 仅提供聚合层级数据，SKAN 的报告颗粒度粗糙，广告商难以评估广告效果）等限制。2022 年，海外主流广告商广告业务收入增速均有明显下降甚至负增长，我们推测除了宏观经济疲软致使广告主广告投放预算减弱以外，ATT 也是重要原因之一（广告投放效率减弱，广告主 ROI 降低，广告 CPM 下降，最终影响广告业务收入）。

对于头部广告商来说（如 Meta、Google），他们具备海量的用户数据，通过 AI 算法升级后，可以大程度提升对广告投放效率。如 Meta 通过 Advantage Plus、Lattice 等模型强化算法，提升第一方数据（自有渠道数据，如官网注册、应用内行为等）利用率，优化 ROAS。广告算法的核心在于利用数据洞察优化投放效果，传统推荐系统依赖用户行为数据（如点击率、浏览历史）和协同过滤算法，但缺乏对用户意图的深层理解。大模型通过自然语言处理填补这一空白，理解客户意图，实现“意图-内容-场景”精准匹配，AI 会更多地去理解阅读和理解，对于用户过往的信息产生画像，对广告有更深度的理解，能够更快速更精准地找到对广告感兴趣或可能产生转化的用户。

图表 22 Meta Lattice 模型



资料来源：公司官网、华安证券研究所

2) 通过全面升级 AI 推荐架构，平台内优质内容可以通过 AI 算法推荐给相关用户，显著提升了用户在其应用上的使用时长，形成“用户停留延长→广告曝光增加→算法优化反哺体验”的正向循环。

图表 23 业绩会针对 AI 对 FoA 业务赋能的相关表述

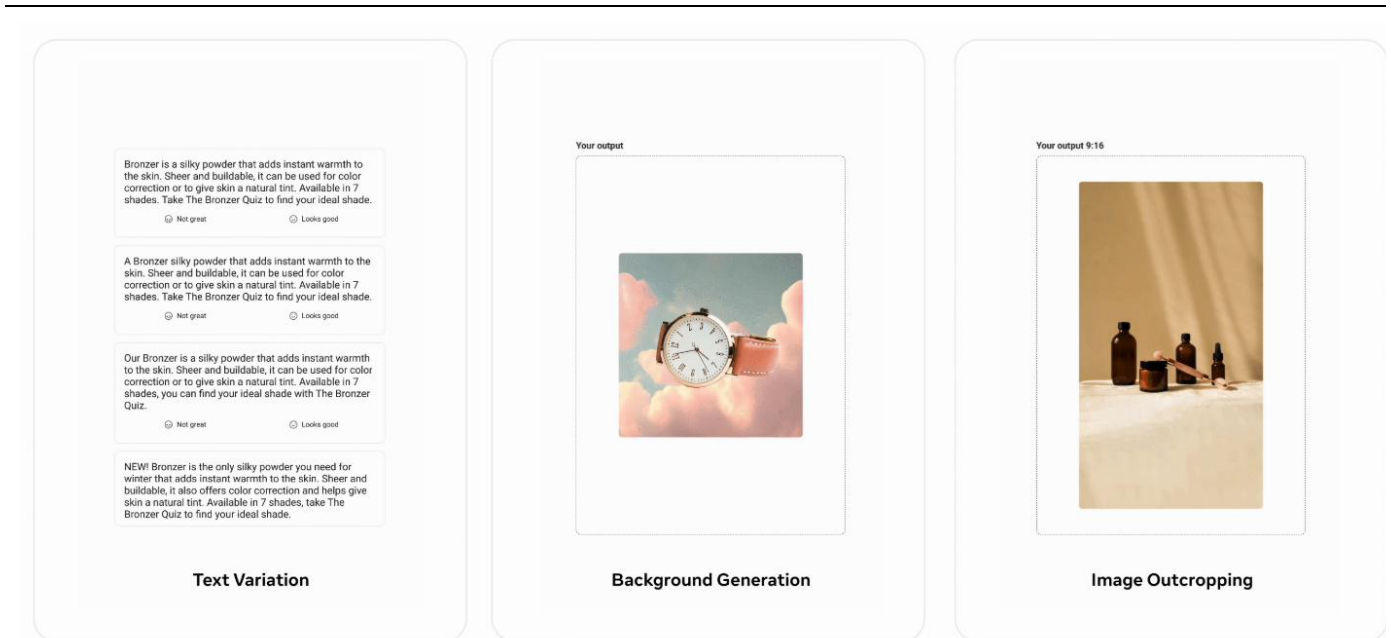
AI 产品	介绍	业绩会针对 AI 对 FoA 业务赋能的相关表述
Advantage Plus	采用了 Actor-Critic 架构的 Advantage Actor-Critic (A2C) 算法, Actor 网络负责生成广告策略, 包括目标受众选择、投放位置和创意元素的确定, 而 Critic 网络则负责评估这些策略的价值。系统还引入了近端策略优化(PPO)算法, 通过限制策略更新的幅度来提高训练的稳定性和效率	22Q2: 1) Facebook 中约 15% 的内容以及 Instagram 中高于 15% 的内容都是由 AI 推荐的, 预计到明年年底这些数字将翻倍; 2) AI 推荐模型使得 Reels 视频观看时间增加了 15%; 22Q3: 使用 Advantages+ Shopping Campaigns 广告系列的广告商的广告支出回报率提高了 32%; 22Q4: 广告主的转化量比去年同期增加了 20% 以上。再加上每次获取成本的下降, 这导致了更高的广告支出回报率;
Lattice	专注于在数据使用受限环境中提升广告效果。该架构整合了多个专业模型, 其核心特点包括时间感知的多分布建模、多领域和多目标平衡机制、先进的模型缩放技术以及资源共享机制。通过这些技术, Meta Lattice 能够有效捕捉用户的实时意图和长期兴趣, 并在不同平台界面和广告目标之间共享知识, 从而最大化有限数据的使用价值。	23Q1: 1) Facebook 和 Instagram 中超过 20% 的内容是由 AI 从您不关注的人、群组或帐户中推荐的, AI 推荐使 Instagram 上的停留时间增加了 24% 以上; 2) AI 在改善货币化率, Reel 在 Instagram 上的变现效率环比增长了 30% 以上, 在 Facebook 上的变现效率提高了 40% 以上; 3) Advantage+ Shopping Campaigns 的每日收入增长了 7 倍;
AI Sandbox	生成式 AI 广告工具平台, 可实现文本变体生成、背景图像创建、智能图像裁剪等功能。通过这些 AI 驱动的创意工具, 广告主能够快速生成和测试各种广告创意, 同时显著降低制作成本和所需时间。	23Q2: 1) AI 推荐使得 Meta 全平台的用户使用市场增加了 7%, 几乎所有客户都至少使用了一个由 AI 驱动的广告产品; 2) 部署了 Meta Lattice 和 AI Sandbox; 23Q3: 1) AI 推荐架构使得用户在 Facebook 上的停留时间增加了 7%, 在 Instagram 上增加了 6%; 2) Advantage+ Shopping Campaigns 年化收入达到 100 亿美元; 24Q1: 1) Facebook 中 30% 的内容由 AI 推荐, Instagram 中 50% 以上的内容都是由 AI 推荐; 2) Advantage+ 系列工具产生的收入增长 1 倍多; Advantage+ 广告单次点击费用平均降低了 28%; 24Q2: 1) 美国广告客户在采用 Advantage+ 购物广告系列后, 广告支出回报率提高了 22%; 24Q3: 1) AI 使得 Facebook 用户使用时长增加了 8%, Instagram 用户使用时长增加了 6%; 2) 24 年 9 月份有超过 100 万广告商使用我们的 gen AI 工具制作了超过 1500 万条广告, 使用图像生成的企业的转化率预计能提高 7%;

	<p>24Q4:</p> <p>1) Advantage+ Shopping Campaigns 年化收入达到 100 亿美元;，四季度同比增长 70%;</p> <p>2) 目前有超过 400 万广告商正在使用我们的至少一种生成式 AI 广告创意工具，而六个月前这一数字为 100 万;</p> <p>3) 10 月份推出的首款视频生成工具已获得大量早期采用，目前已有数十万广告商每月使用它;</p>
--	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：公司业绩会、华安证券研究所

3) 在广告素材的生成及广告投放等环节，广告主可以通过 **Advantage+**和 **AI Sanbox** 等 AI 工具实现广告创意到自动化出价的全流程优化，这可以有效降低广告主的广告投放成本。

图表 24 AI Sanbox 广告素材自动生成实例



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 25 Meta Advantage+功能

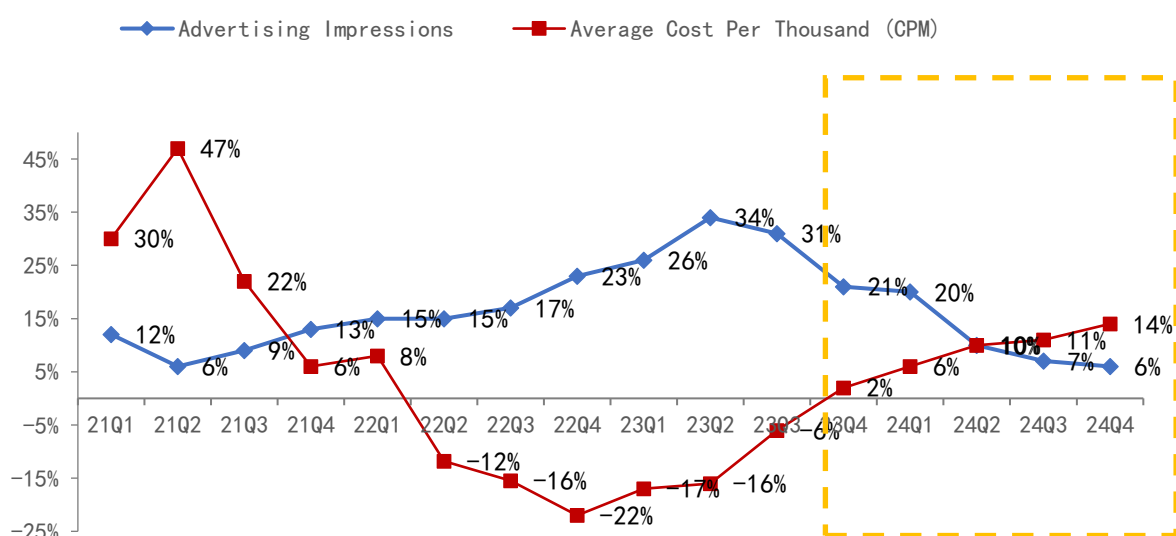
功能	细分功能	
受众自动化	进阶赋能型受众	使用 AI 技术洞察目标客户，寻找广告受众
预算自动化	进阶赋能型广告系列预算优化	集中设置一笔广告系列预算，自动在整个广告系列投放期间不断地把这笔预算实时分配给拥有最佳投放机会的广告组
版位自动化	进阶赋能型版位	投放系统会尽力充分利用预算并提高广告的曝光率。进阶赋能型版位可将广告投放到 Facebook、Messenger、Instagram 和 Meta Audience Network 上所适配的所有版位

素材自动化	进阶赋能型目录广告/素材	自动选用高度个性化的创意素材，为感兴趣的客户批量推送适当的商品
-------	--------------	---------------------------------

资料来源：公司官网、华安证券研究所

23Q4 以来，Meta 广告 CPM 增长由负转正，成为驱动广告业务增长的主要驱动力，广告行业作为明显的买方市场，CPM 最能客观代表广告主的投放需求情况（Ad impressions 可被广告商通过 Ad load 进行调控），我们判断 Meta 广告 CPM 的持续增长，除了宏观环境的稳定提升了广告主的投放预算，以及 Meta 产品结构的改善之外（Reels 广告强劲增长，CPM 处于增长阶段），AI 对 CPM 的拉动也是重要原因之一（AI 提升广告主 ROI，广告主对 CPM 报价提高）。

图表 26 2023 年底以来 Meta 广告 CPM 同比增速转正



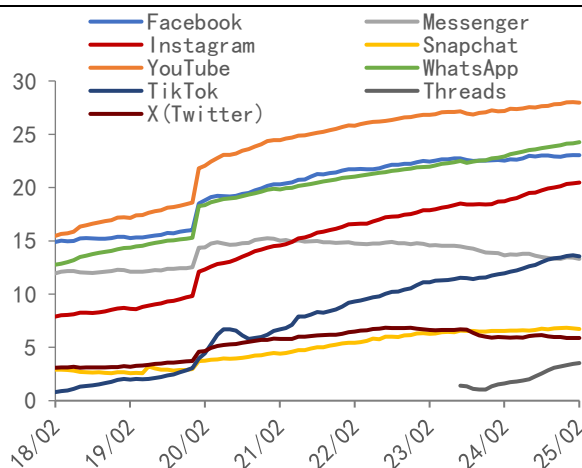
资料来源：公司公告、华安证券研究所

3.2 变化 2: Reels 高增长，为广告业务贡献增量

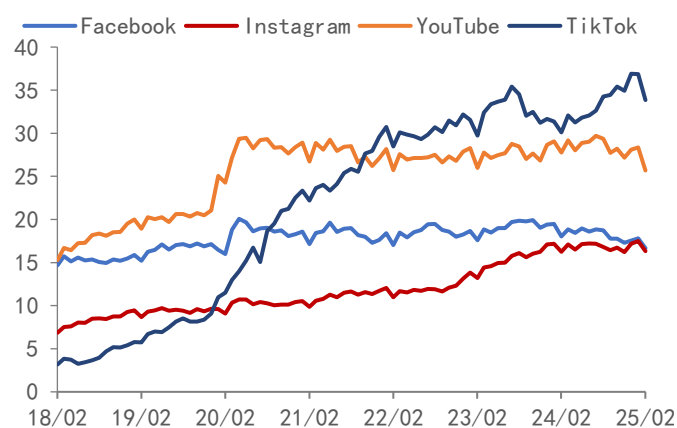
为应对 TikTok 的崛起，Meta（原 Facebook）于 2020 年 8 月在 Instagram 内推出 Reels 功能，允许用户发布 15 秒短视频，支持音乐、特效、贴纸等编辑工具。作为 Instagram 的内置功能，旨在通过短视频吸引年轻用户，并与 TikTok 争夺创作者资源。初期视频时长限制为 15 秒，后扩展至 60 秒。2022 年，视频时长上限从 60 秒逐步延长至 90 秒，并支持添加购物标签（Shopping Tags）。2021 年 Reels 功能同步至 Facebook，利用其月活用户扩大覆盖范围。2022 年推出 Reels 广告，品牌可投放原生竖屏广告，并通过购物标签直接导流至独立站或电商平台。

当前 Reels 广告仍处于高速增长阶段，已经成为 Meta 广告业务主要的驱动力之一，同时 Meta 今年预计推出 Reels 独立应用，将直接对标 TikTok，我们建议关注后续 Reels 独立应用的推出节奏，以及美国 TikTok 禁令后续情况。

图表 27 海外主流社交&视频平台 MAU (亿人)



图表 28 用户每月平均使用时长 (小时)



资料来源: data ai、华安证券研究所

资料来源: data ai、华安证券研究所

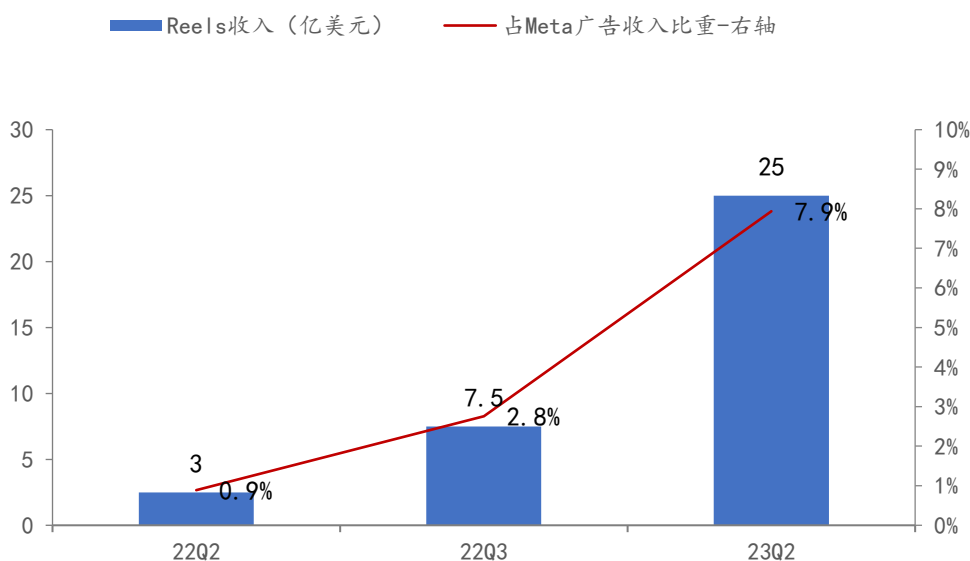
注: 第三方数据, 与实际情况或存在误差

图表 29 Meta 业绩会关于 Reels 进展的内容摘要

时间	业绩会提及内容
22Q1	Reels 在 Instagram 用户总使用时长中占比突破 20%, 同时视频内容占据 Facebook 用户使用时长的 50%。
22Q2	Reels 广告变现效率提升速度超预期, 年化广告收入已突破 10 亿美元; Reels 在 Facebook 和 Instagram 的用户使用时长季度环比增长 30%+。
22Q3	Reels 日播放量达 1400 亿次 (较半年前增长 50%), 商业化规模持续扩大, 年化收入升至 30 亿美元。
22Q4	过去一年内, Facebook 和 Instagram 的 Reels 播放量实现翻倍增长。
23Q1	Reels 社交互动属性显著增强, 用户日均转发量达 20 亿次 (半年内翻番), 驱动平台活跃度。
23Q2	Reels 日播放量突破 2000 亿次, 全平台年化广告收入跨越 100 亿美元门槛, 验证规模化变现能力。
23Q3	Reels 推动 Instagram 用户使用时长较功能上线初期累计增长 40%+, 用户粘性持续攀升。
23Q4	Reels 日均转发量跃升至 35 亿次, 短视频成为用户内容消费的核心场景。
24Q1	Facebook 和 Instagram 平台中视频内容占比已超 60%, Reels 贡献主要增量。
24Q2	Instagram Reels 继续作为广告业务的增长引擎。
24Q4	Reels 每天的转发量已经超过 45 亿次。

资料来源: 公司业绩会、华安证券研究所

图表 30 根据业绩会 ARR 推算 Reels 收入



资料来源：公司业绩会、公司公告、华安证券研究所

注：估计值，与实际数据或存在差异

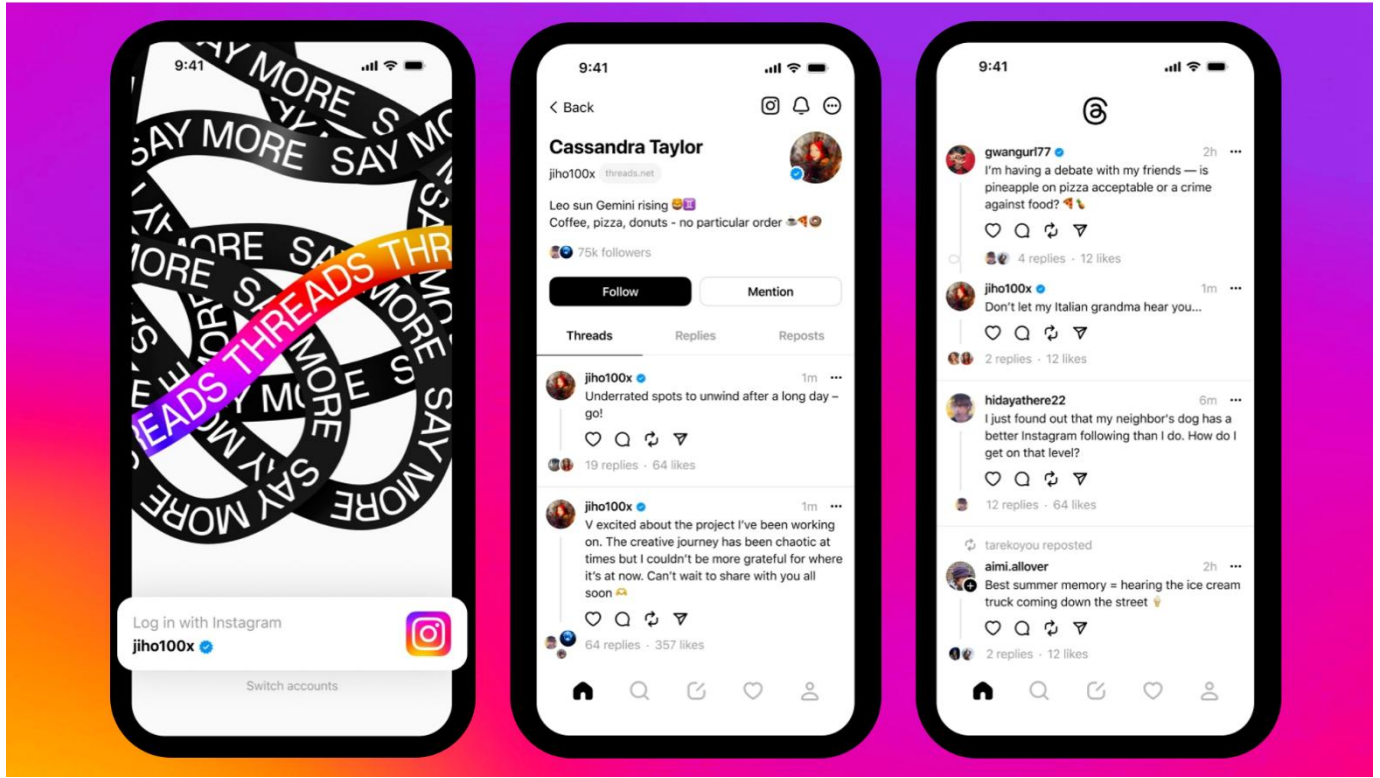
3.3 变化 3: Threads 尝试商业化变现，未来或将提供数十亿美元收入增量

2023 年 7 月，Meta 推出社交平台 Threads，无论在功能还是应用界面上都直接对标 X(Twitter)，用户可发布实时动态并参与公共话题讨论。Threads 一经上线就迅速走红，上线 5 天注册用户破亿，截至 2025 年 2 月，Threads MAU 已达 3.5 亿，持续逼近 X 的 5.9 亿。

我们认为 Threads 的爆火有几方面原因：1) 与 Instagram 的深度绑定，可实现社交关系链复用，降低新平台冷启动门槛。用户可通过 Instagram 账号无缝登录，自动同步个人资料、关注列表及好友关系链；2) 生态深度融合，Instagram 可为 Threads 导流，在 Threads 中，用户拍摄内容可一键分享至 Instagram Stories，同时通过 Instagram 行为数据（如兴趣标签、互动记录）优化内容推荐，提升 Threads 留存率；3) Threads 明确拒绝政治和其他敏感内容，主打音乐、时尚等轻松话题，吸引对 Twitter 舆论环境不满的用户。

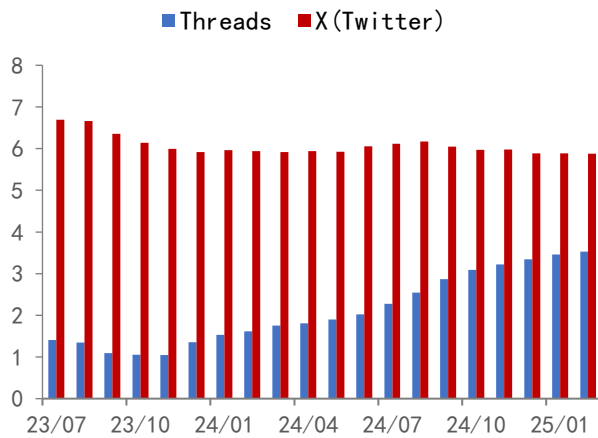
2025 年，Meta 初步开始尝试在 Threads 中进行广告投放，尝试商业化变现，但预计是一个偏长期的过程，当前 Threads 还在用户快速增长的阶段，仍需要以用户体验为重心，Meta 也在 24Q4 业绩会中明确提到 2025 年 Threads 不会成为 Meta 收入增长的主要驱动力。但中长期看，横向对标 X，我们认为 Threads 的广告收入或将在未来为 Meta 提供数十亿乃至更高的收入增量。

图表 31 Threads APP 界面



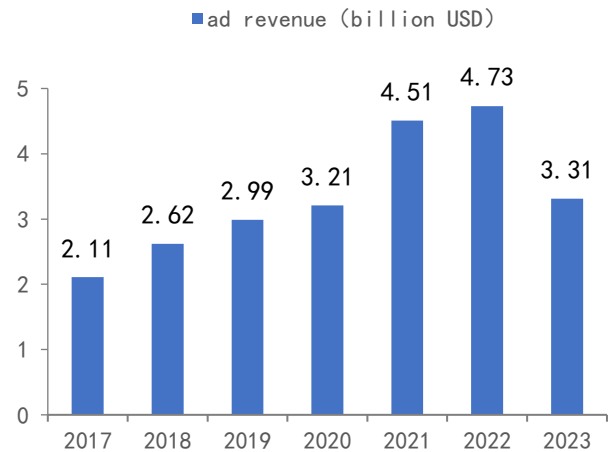
资料来源：i-Buzz researcher、华安证券研究所

图表 32 海外主流社交&视频平台 MAU（亿人）



资料来源：data ai、华安证券研究所

图表 33 X (Twitter) 广告收入情况



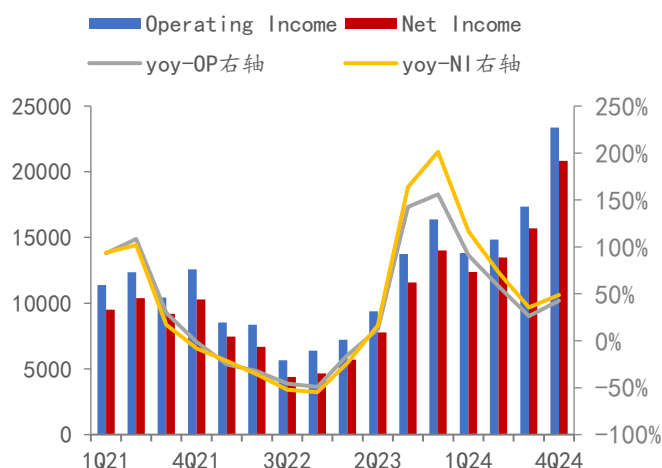
资料来源：oberlo、华安证券研究所

3.4 变化 4: 利润改善周期接近尾声，未来高投入下利润率短期或将承压

1) 随着 Meta 的利润率回到正常区间，此轮利润改善周期已接近尾声。2023-2024 年 Meta 利润迎来快速增长，主要是低基数效应驱动。2022 年 Meta 利润触底后，随着宏观环境回暖以及公司资本投入回到合理区间，2023 年至今公司一直处于利润改善通道，而随着 2024 年公司 OPM 回到正常水平，2025 年低基数效应则不

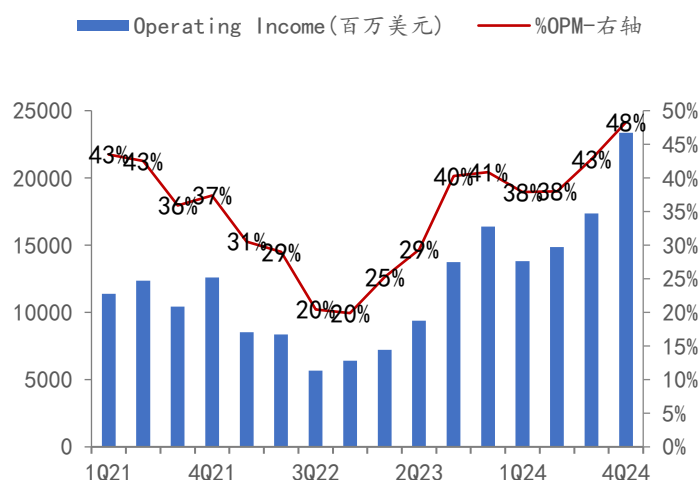
再存在。

图表 34 Meta 利润表现 (百万美元)



资料来源：公司公告、华安证券研究所

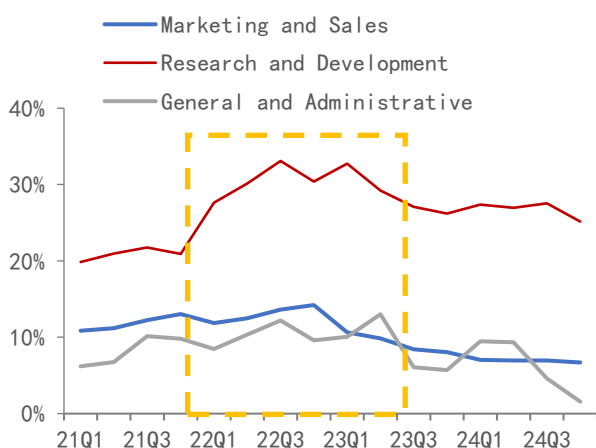
图表 35 Meta OPM



资料来源：公司公告、华安证券研究所

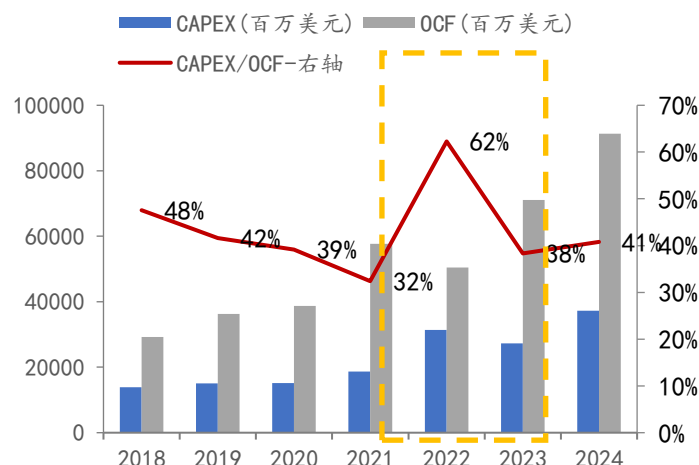
2022 年利润触底的根本原因有 3 个：①宏观经济影响下收入出现负增长；②投入周期和产出周期的错配，即在收入降速的背景下，公司加码资本投入，导致费用率出现明显拉升；③公司在 2022-2023 年产生了短期的重组费用（包含资产重组费用以及裁员产生的遣散费等），也一定程度拉低了当期利润。

图表 36 Meta 三费率



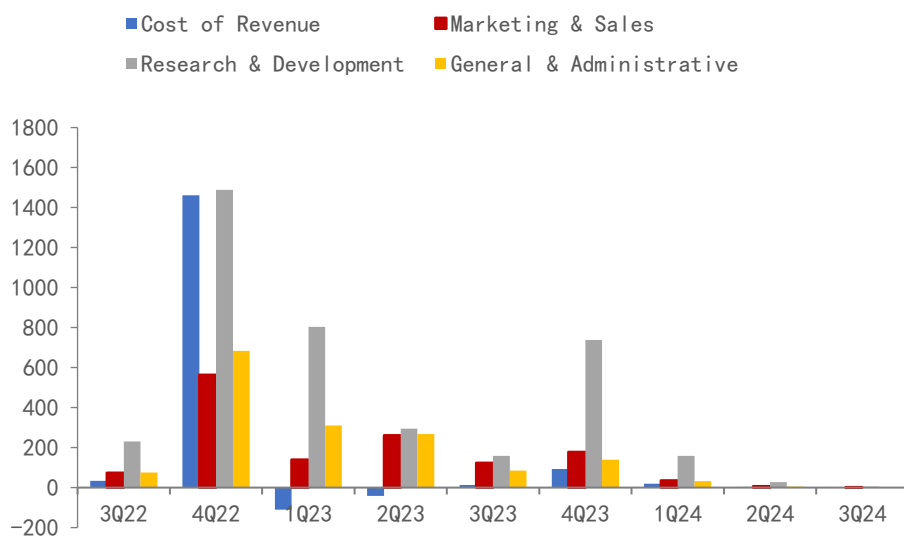
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 37 Meta CAPEX/OCF 比重



资料来源：公司公告、华安证券研究所

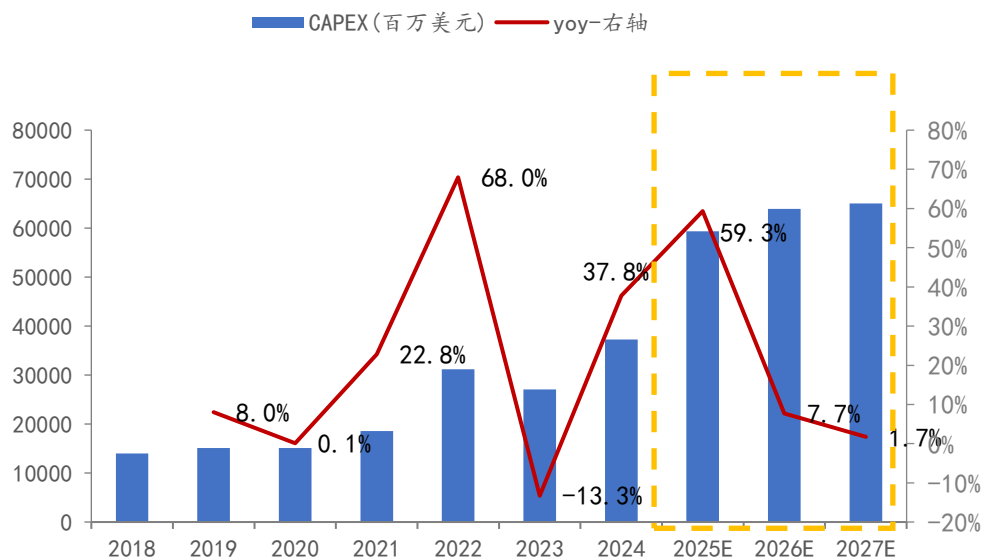
图表 38 Meta 重组费用分布 (百万美元)



资料来源：公司公告、华安证券研究所

2) 2025 年公司大幅度加码资本投入，利润率有下行风险。24Q4 业绩会中，Meta 给予 2025 年 CapEx 指引为 600-650 亿美元区间，同比增速为 61%-74%，相较于 2024 年 CapEx 水平将大幅提速，我们判断如此高水平的资本投入力度将对短期利润将产生直接影响。

图表 39 Meta CapEx 预期 (BBG consensus, 百万美元)



资料来源：公司公告、华安证券研究所

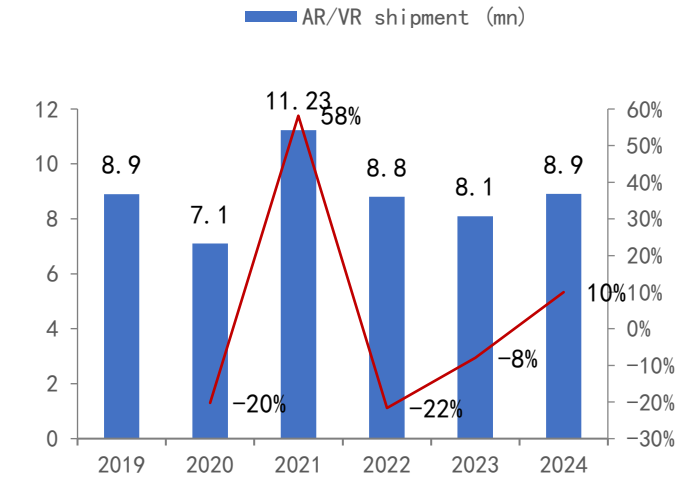
4 长期展望

4.1 长期展望 1: VR/AR 领导者，静待奇点来临

1) AR/VR 设备出货量经历连续两年下降后，在 2024 年实现正增长。据 IDC 统

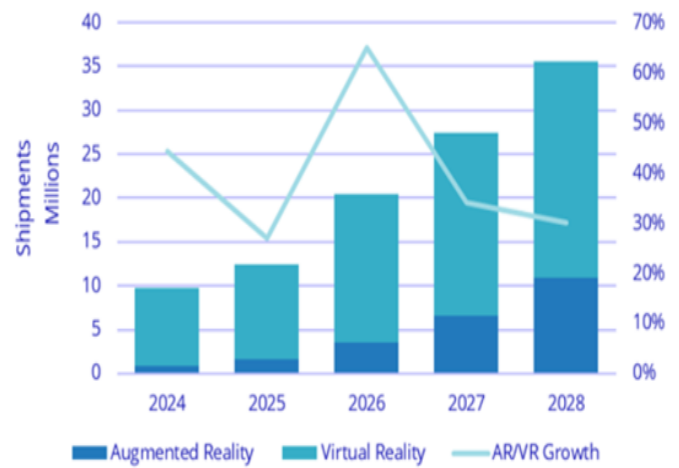
计,2024 年全球 VR/AR 设备出货量近 900 万台,较 2023 年的 810 万台增长 10%。
 同时根据 IDC 预计,到 2028 年,VR 设备出货量将达到 2470 万台,2024-2028CAGR
 达 29.2%, AR 设备出货量将达到 1090 万台,2024-2028CAGR 达 87.1%。

图表 40 全球 VR/AR 出货量 (百万台)



资料来源: IDC、华安证券研究所

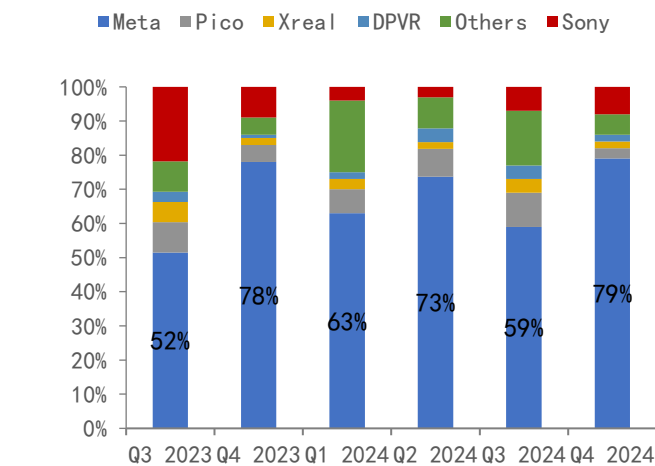
图表 41 全球 VR/AR 出货量预测 (百万台)



资料来源: IDC、华安证券研究所

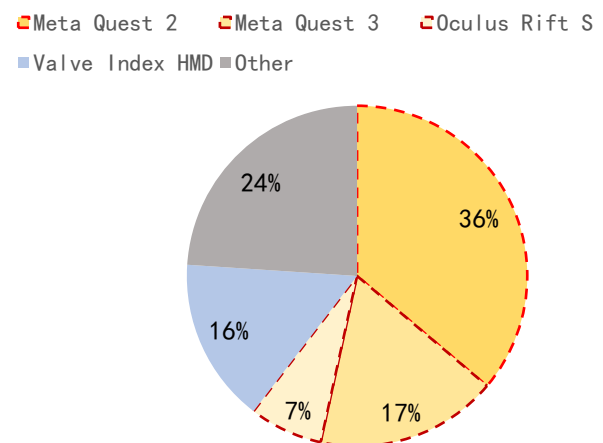
2) Meta 是当前全球 VR/AR 设备市场的领导者, 24Q4 出货量口径统计下市占
 率高达 79%。2024 年 Steam VR 用户中, Meta 系 VR 用户占 60% 以上
 (Quest2+Quest3+Oculus Rift S)。

图表 42 全球主流厂商 VR/AR 出货量市占率



资料来源: counterpoint、华安证券研究所

图表 43 2024 年 SteamVR 设备市占率



资料来源: Statista、华安证券研究所




图表 44 Meta 旗下 VR/AR 设备

类型	产品	发布时间	起售定价	销量情况	特点
VR 设备	Oculus Quest 1	2019	399 美元	累计约 200 万台	首款 6DoF VR 一体机, 面向早期技术尝鲜用户, 因分辨率较低、内容有限, 市场反响一般
	Oculus	2019	399 美元	暂无相关数据	首次采用 Inside-Out 追踪技术 (无需

	Rift S				外部传感器), 分辨率提升至单眼 1280×1440, 优化佩戴舒适性
	Oculus Quest 2	2020	299 美元	2022 年约 800 万台, 2023 年超 700 万台	高性价比消费级 VR 一体机, 推动 VR 大众化, 搭载高通 XR2 芯片
	Meta Quest Pro	2022	1499 美元	暂无相关数据, 发售不到一年就宣布停产	高端生产力工具, 支持全彩透视和面部追踪, 因价格过高导致市场遇冷
	Meta Quest 3	2023	499 美元	2023 年出货约 200-250 万台, 2024 年约 100 万台	首款混合现实 (MR) 消费级设备, 支持彩色透视
	Meta Quest 3S	2024	299 美元	24 年 10 月上市, 24Q4 全球 VR 出货量第一	低价入门款 MR 设备, 通过简化配置(如单目黑白透视)降低成本, 预计将代替 Quest2, 成为主力机型之一
AI 眼镜	Ray-Ban Meta	2023	299 美元	2023 年 10 月上市, 截至目前超 200 万副	AI 赋能的可穿戴设备, 支持语音交互、拍照和 Meta AI 功能, 无屏幕设计
AR 设备	Orion AR	暂未推出	-	-	全功能 AR 眼镜原型, 支持神经信号交互, 目标实现虚拟化身交互

资料来源: 腾讯云、Meta 官网、VRAR 星球、华安证券研究所

图表 45 当前主流 MR 头显设备

参数	Meta Quest 3	Pico 4 Ultra	Apple Vision Pro
发布时间	2023 年 10 月	2024 年 8 月	2024 年 2 月
售价	起价 499 美元 (128GB)	起价 4299 元 (258GB)	3499 美元 (256GB)
透镜方案	Pancake 透镜	Pancake 透镜	Pancake 透镜
显示屏幕	LCD	LCD	Micro-OLED
横向 FoV	110°	105°	110°
眼动追踪	无	无	支持
手势追踪	支持	支持	支持
分辨率	单眼 2064×2208	单眼 2160×2160	单眼 3400×3400
平均像素密度	25PDD	20.6PPD	35PDD
PPI	1218	1200	3386
刷新率	90/120Hz (自适应切换)	90Hz	90/120Hz (动态调节)
重量	515 克 (含电池)	580 克 (含电池)	600-650 克
电池容量	4879mAh	5700mAh	3166mAh
续航	约 2 小时	约 2.5 小时	约 2 小时
图片			

资料来源: 公司官网、华安证券研究所

注: MR 是 VR+AR 的结合体, 既能实现虚拟现实又能实现增强现实

3) 当前 VR 头显市场规模仍相对较小, 呈现“高潜力、低渗透”特征, 也存在行业痛点亟待解决, 但我们认为随着技术进步和硬件的更新迭代, 在关键技术痛点被攻克后, 硬件性能与用户体验的质变将驱动市场完成从早期尝鲜到大众普及的跨越。

痛点 1: “纱窗效应”。从技术上来说, 纱窗效应是“低填充系数”的结果, 而“纱窗”的命名是因为这看起来像是透过纱窗这样的精细网格来感知图像, 这种由于像素密度不足, 导致肉眼能看到像素之间分割线的情况, 一般被称为“纱窗效应”(screen-door effect), 因此, 更高的像素密度、更小的像素边距可以减弱甚至消除这一效应。根据 Retina 屏幕标准, 在 25~30 厘米的使用距离下, 屏幕像素密度只要达到 300 PPI 以上, 人的视网膜便无法分辨出像素点, 但对于 VR 头显来说, 人眼与屏幕距离更近, 视场角更大, 所以想要消除“纱窗效应”, VR 显示屏的 PPI 大于 2000 时可被视为理想状态, 而目前主流 VR 头显的 PPI 基本都在 1000 左右, 所以高像素密度, 高分辨率的显示屏幕材料在长期将会成为 VR 头显的主流方案 (Apple Vision Pro PPI 约 3386, 基本没有纱窗效应)。

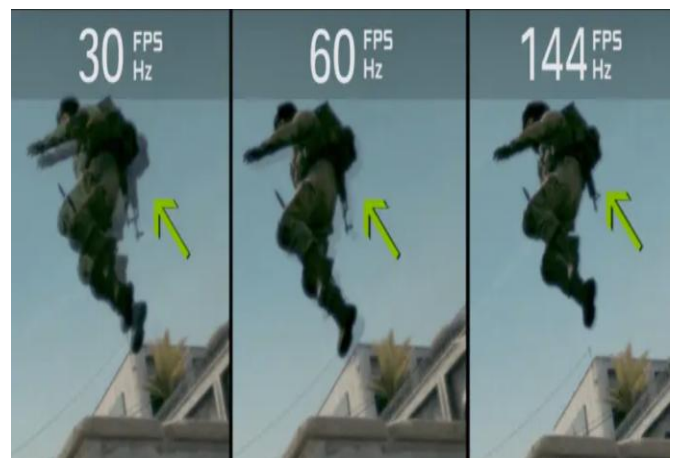
痛点 2: “余晖效应”。视觉暂留现象又称“余晖效应”, 当光信号传入大脑神经, 需经过一段短暂的时间, 光作用结束后, 视觉形象还短暂停留, 这就是“余晖效应”, 在 VR 头显中, “余晖效应”会给人造成眩晕感。在目前主流 VR 头显中存在的“余晖效应”主要由于刷新率较低。目前 VR 屏幕刷新率在 70Hz~120Hz 之间, 而在理想状态下, 屏幕刷新率大于 150Hz 时才会使用户体验真实感。

图表 46 低 PPI 带来的“纱窗效应”



资料来源: eet-china、华安证券研究所

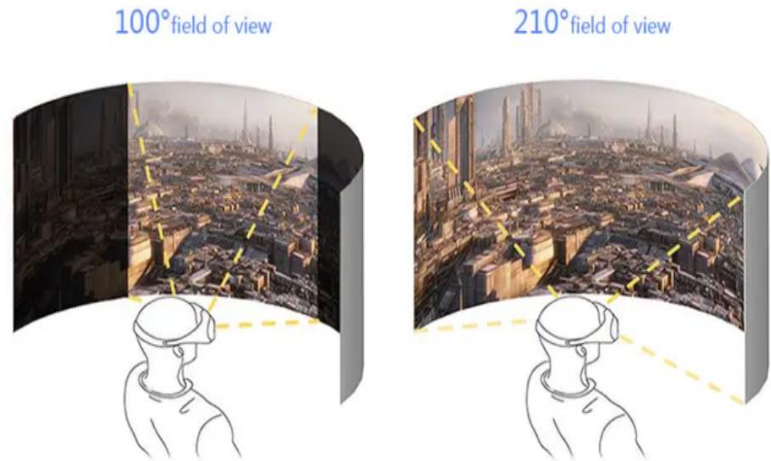
图表 47 低刷新率带来的“余晖效应”



资料来源: muse、华安证券研究所

痛点 3: 低视场角。人类双眼一般可以看到 210 度左右的视野, 而目前主流 VR 的横向 FOV 基本在 120°以内, 两侧存在黑框, 一定程度影响用户沉浸感。

图表 48 不同 FOV 下呈像对比



资料来源：Rumors、华安证券研究所

其他痛点：续航短、机身较重无法长时间佩戴、生态内容匮乏等。

4) 全球 AI 眼镜市场加速升温，Meta 已凭借 Ray-Ban Meta 成为 AI 眼镜行业领先的玩家。2023 年 9 月，Meta 与雷朋联合推出第二代智能眼镜 Ray-Ban Meta，成功引爆智能眼镜市场。据 The Verge 统计，到 2024 年 5 月 Ray-Ban Meta 全球销量突破 100 万副，目前累计销量已突破 200 万副。

我们认为 Ray-Ban Meta 上市以来获得如此成功的原因有 3 个：①AI 眼镜赛道本来就具备巨大潜力，我们判断眼镜将会是端侧 AI 最为重要的入口之一。区别于 VR 头显，AI 眼镜重量轻（Ray-Ban Meta 重约 49g，普通眼镜重量约 20-30g），适合长时间佩戴。其次现在越来越多的人拥有佩戴眼镜的行为习惯，更容易接受智能眼镜，也意味着 AI 眼镜在提供实时信息、处理日常任务等方面具备巨大的潜力；②Meta 凭借其自主研发的 Llama 大模型构建的 AI 技术体系，已将 Meta AI 深度集成于 Ray-Ban 智能眼镜，通过多模态交互支持实现用户端的场景化智能服务；③Ray-Ban Meta 本质上是 Meta 生态系统协同效应的产物，依托 Facebook、Instagram、WhatsApp 等覆盖全球用户的超级应用矩阵，为 AI 眼镜构建了端到端的流量迁移路径。

图表 49 Ray-Ban Meta 主要功能

功能	功能内容
拍摄/拍照	摄像头完全融入镜框，通过语音指令或镜腿触控启动拍摄，支持主视角运动记录。
AI 实时翻译	智能眼镜现在可以实时转译英语和西班牙语、法语或意大利语。对于英语用户，当你与口述西班牙语，法语或意大利语的人交谈时，眼镜会通过扬声器播放英语转译。
AI 识别	Meta AI 助手通过眼镜的摄像头和麦克风，了解佩戴者所看到和听到的东西，并提供相关信息和帮助。也可以扫描二维码，或扫描手机号码进行拨打。
回复信息/消息	Ray-Ban Meta 可以将 Messenger、WhatsApp 以及用户机的消息和电话进行朗读/提醒，用户可以通过语音进行回复。

视频直播	第一视角流媒体直播，延迟<200ms，通过眼镜的摄像头进行实时直播，现支持 Facebook 和 Instagram。
视频通话	通过眼镜的摄像头进行第一人视角视频通话，现支持 WhatsApp 和 Messenger 视频通话功能。
AI 语音交互	语音与 Meta AI 沟通，直接说出“Hey Meta”触发指令集（拍照、查天气、音乐控制、结合 GPS 定位推荐附近餐厅/景点等）。

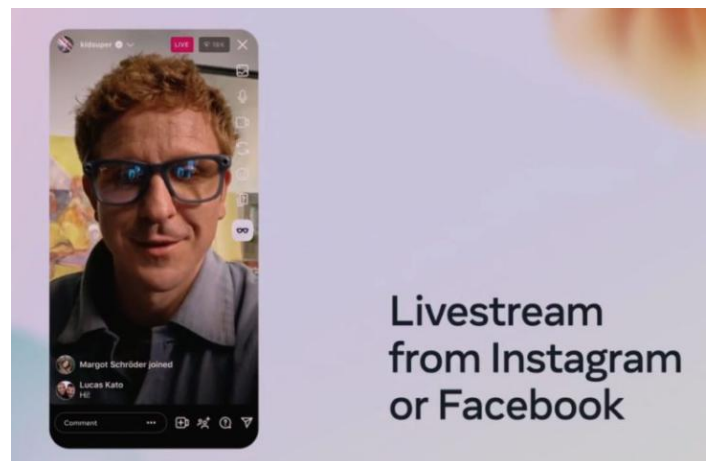
资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 50 Ray-Ban Meta 不同款式



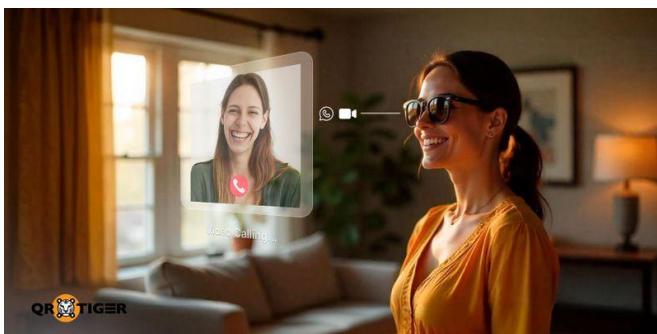
资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 51 Ray-Ban Meta 直播功能



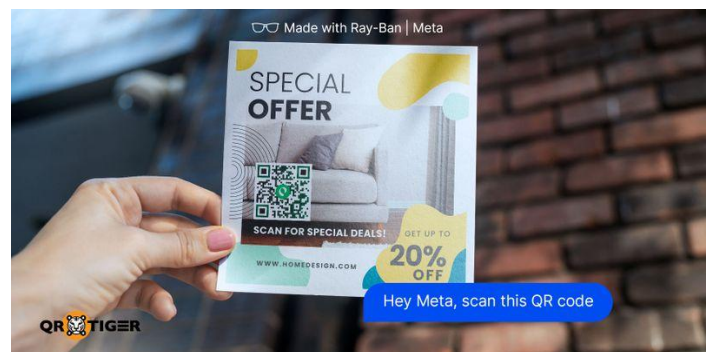
资料来源：techeconomy、华安证券研究所

图表 52 Ray-Ban Meta 视频通话



资料来源：QR tiger、华安证券研究所

图表 53 Ray-Ban Meta 二维码识别



资料来源：QR tiger、华安证券研究所

当前 Ray-Ban Meta 不具备成像功能，Meta 计划推出一款代号为 Hypernova 的高端产品，这款眼镜外观类似 Ray-Ban Meta 智能眼镜，其右镜片下方配备了一个显示屏，可实现显示简单的应用、智能手机通知以及用眼镜拍摄的照片等功能，预计 2025 年发布，我们建议持续关注 Meta 后续在端侧 AI 的产品落地情况。

4.2 长期展望 2: Meta AI 空间极为广阔，关注后续商业化节奏

1) Meta AI 底层模型：自研的 Llama 模型为底座，当前最新版本为 Llama3 系列（包含 Llama3.1、Llama3.2 和 Llama3.3），Llama3 系列在多个 benchmark 测试中均与 Gemini、GPT 和 Claude 等顶尖 AI 模型不相上下。

图表 54 当前主流 AI 大模型 benchmark 测试

测试类别	基准测试	Llama 3.1 70B	Llama 3.3 70B	Llama 3.1 405B	Gemini Pro 1.5	GPT-4o
通用测试	MMLU Chat (0-shot, CoT)	86	86	88.6	87.1	87.5
	MMLU PRO (5-shot, CoT)	66.4	68.9	73.4	76.1	73.8
指令遵循	IFEval	87.5	92.1	88.6	81.9	84.6
代码测试	HumanEval (0-shot)	80.5	88.4	89	89	86
	MBPP EvalPlus (base) (0-shot)	86	87.6	88.6	87.8	83.9
数学测试	MATH (0-shot, CoT)	67.8	77	73.9	82.9	76.9
推理测试	GPQA Diamond (0-shot, CoT)	48	50.5	49	53.5	47.5
工具使用	BFCLv2 (0-shot)	77.5	77.3	81.1	80.3	74
长上下文	NIH/Multi-needle	97.5	97.5	98.1	94.7	
多语言	Multilingual MGSM	86.9	91.1	91.6	89.6	90.6
API 价格	输入成本 (\$/M token)	0.1	0.1	1	1.3	2.5
	输出成本 (\$/M token)	0.4	0.4	1.8	5	10

资料来源：公司官网、ArtificialAnalysis、华安证券研究所

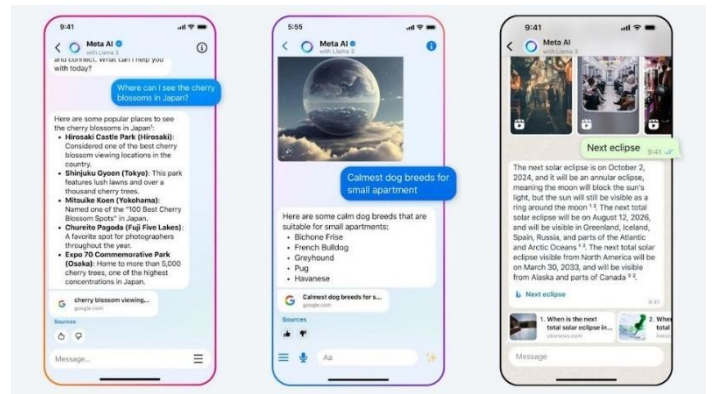
*注：API 价格来源于 ArtificialAnalysis

2) 产品形态：①在硬件产品中（VR 头显、Ray-Ban Meta）充当 AI 语音助手，实现各种 AI 功能（上文已做过介绍）；②在软件应用中（Facebook、Instagram、messenger 和 WhatsApp 等）可在聊天对话框中唤起（两种唤起方式：a.可直接点击 Meta AI 进入聊天界面；b.在与朋友的聊天对话框中，可@Meta AI 进行提问，提出的问题以及 Meta AI 的回答将与朋友公开可见）。

图表 55 Meta AI 在 FoA 各应用中的形态（语音对话）



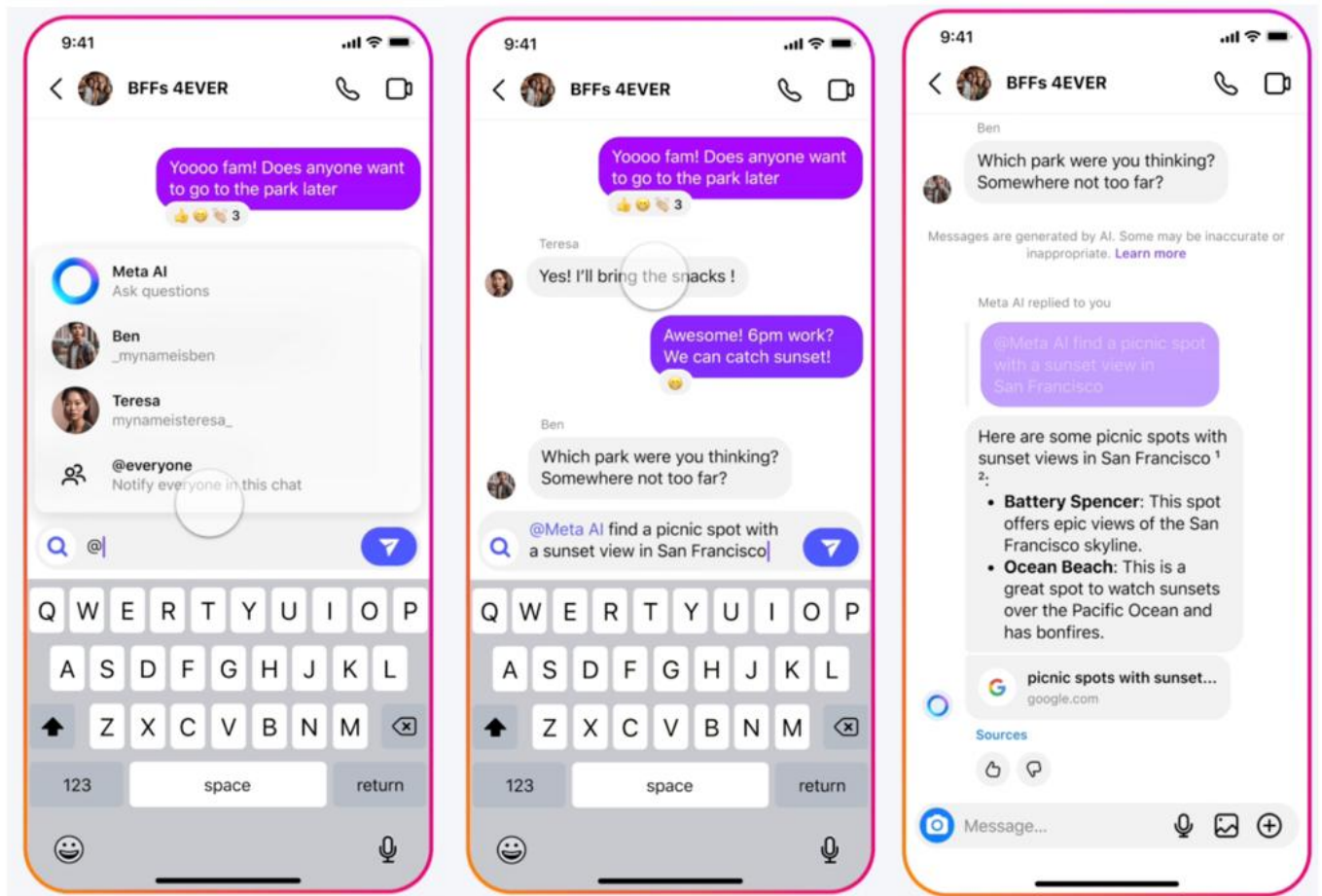
图表 56 在 FoA 应用中可直接与 Meta AI 对话



资料来源：digitaltrends、华安证券研究所

资料来源：businesstoday、华安证券研究所

图表 57 在与朋友聊天界面可@Meta AI 进行交流



资料来源：公司官网、华安证券研究所

3) 功能定位上与当前主流 Chatbot 的区别：①相似性：本身 AI 功能上与其他 AI chatbot 功能类似（如 chatGPT、copilot 等），可实现生成类功能（如图文生成）、搜索类功能（通过 Bing 和 google 实现实时搜索）、多模态交互功能（语音通话、同声传译、拍摄实物识别）等；②差异化：应用场景和交互场景的多元化，与 Meta 生

态深度协同。**a.从应用场景看**, Meta 有丰富端侧产品线,是 Meta AI 在端侧的入口,应用中,Meta AI 原生嵌入 Facebook/Instagram/Messenger/WhatsApp 等产品生态,覆盖几十亿活跃用户及其社交图谱,而 chatGPT、Claude、copilot 等只能作为纯工具型 AI,缺乏社交场景渗透;**b.从交互形态看**,其他 chatbot 基本是单一会话模式,而 Meta AI 可进行社交行为联动(如上图中提到的,在与朋友聊天界面可@Meta AI 进行交流,交流内容与朋友公开可见;如在 Facebook 中浏览到的信息想进一步了解,可以唤起 Meta AI 进行深度查询/询问;如 AI 生成的内容可直接发布动态、评论等)。

图表 58 在 Facebook 中浏览到的帖子,可以点击 Ask Meta AI 进行深度询问/查询



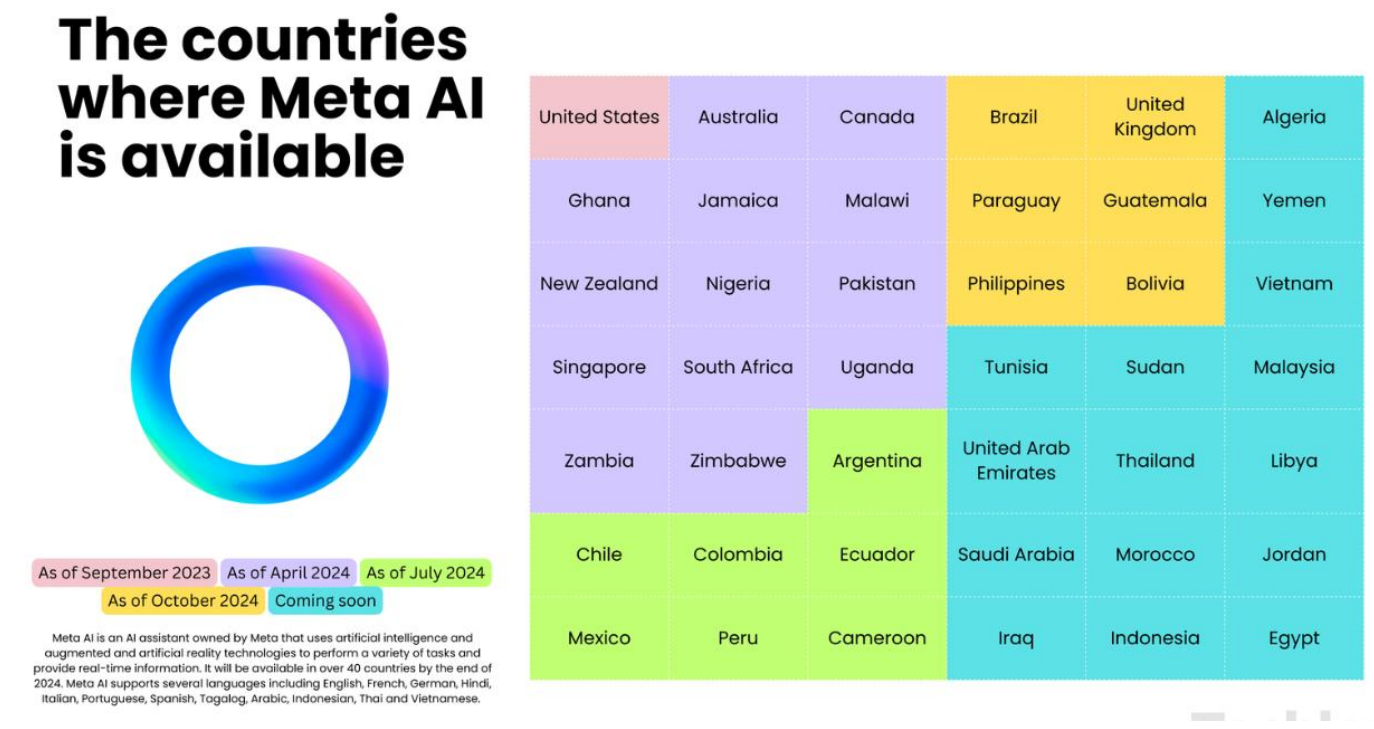
资料来源:公司官网、华安证券研究所

4) 远期收入贡献展望: ①计算公式: $\text{Meta AI 订阅费} = \text{Meta MAU} \times \text{Meta AI 用户渗透率} \times \text{Meta AI 付费渗透率} \times \text{订阅费}$; ②假设订阅价格: 20 美元/月 (GPT Plus 和 copilot 订阅费均为 20 美元/月); ③Meta AI 用户渗透率: 据扎克伯格透露,当前 Meta AI 用户接近 6 亿人,假设 Meta 整体 MAU 为 40 亿 (23Q34 Meta MAU 为 39.8 亿),故得出当前 Meta AI 用户渗透率 $\approx 6/40 = 15\%$; ④Meta AI 付费渗透率参考: 2024 年底 ChatGPT 周活跃用户约 3 亿人,订阅用户数约 1550 万人,剔除企业订阅数 (约 200 万人),可算出 ChatGPT C 端用户付费渗透率约 4.5%;

我们认为随着 Meta AI 在全球的逐步推广,Meta AI 用户渗透率有望持续提升。远期看若 Meta AI 用户渗透率落在 50%-100% 区间,付费渗透率参考 ChatGPT 落

在 2.5%-4% 区间，则每年可贡献约 120-384 亿美元订阅收入。

图表 59 Meta AI 开放地区/国家时间安排



资料来源: techloy、华安证券研究所

图表 60 Meta AI 订阅收入测算 (亿美元/年)

*假设													
1) 每月Meta AI 订阅费(美元/月)	20	2024ChatGPT 周活跃用户(亿人)		3									
2) Meta MAU(亿人)	40	2024ChatGPT 订阅用户数(百万人)	15.5										
3) Meta AI users(亿人)	6	2024ChatGPT 企业订阅用户数(百万人)		2									
对应Meta AI 用户渗透率	15.0%	ChatGPT 付费渗透率 (剔除企业用户后)		4.5%									
Meta AI 每年订阅收入(亿美元)													
Meta AI 用户渗透率 \ Meta AI 付费渗透率	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
0.50%	7	10	12	14	17	19	22	24	29	34	38	43	48
1%	14	19	24	29	34	38	43	48	58	67	77	86	96
1.50%	22	29	36	43	50	58	65	72	86	101	115	130	144
2%	29	38	48	58	67	77	86	96	115	134	154	173	192
2.50%	36	48	60	72	84	96	108	120	144	168	192	216	240
3%	43	58	72	86	101	115	130	144	173	202	230	259	288
3.50%	50	67	84	101	118	134	151	168	202	235	269	302	336
4%	58	77	96	115	134	154	173	192	230	269	307	346	384
4.50%	65	86	108	130	151	173	194	216	259	302	346	389	432
5%	72	96	120	144	168	192	216	240	288	336	384	432	480
5.50%	79	106	132	158	185	211	238	264	317	370	422	475	528
6%	86	115	144	173	202	230	259	288	346	403	461	518	576
6.50%	94	125	156	187	218	250	281	312	374	437	499	562	624
7%	101	134	168	202	235	269	302	336	403	470	538	605	672
10%	144	192	240	288	336	384	432	480	576	672	768	864	960
15%	216	288	360	432	504	576	648	720	864	1,008	1,152	1,296	1,440
20%	288	384	480	576	672	768	864	960	1,152	1,344	1,536	1,728	1,920
30%	432	576	720	864	1,008	1,152	1,296	1,440	1,728	2,016	2,304	2,592	2,880
40%	576	768	960	1,152	1,344	1,536	1,728	1,920	2,304	2,688	3,072	3,456	3,840
50%	720	960	1,200	1,440	1,680	1,920	2,160	2,400	2,880	3,360	3,840	4,320	4,800

资料来源: 公司公告、腾讯云、demandsage、财联社、华安证券研究所测算

5 盈利预测与估值

1) 收入侧: 今年广告业务预计较 2024 年增速放缓 (受美国政治广告支出减少影响以及经济扰动下全球广告支出增长预期放缓), 我们预计 2025-2027 年 FoA 收入 1856/2107/2352 亿美元, 同比+14.3%/+13.5%/+11.7%; Reality Labs 受 Quest 和 Ray-ban Meta 驱动, 维持较高增长, 我们预计 2025-2027 年 Reality Labs 收入 25/29/33 亿美元, 同比+17.1%/+15.6%/+13.9%; 我们预计 2025-2027 年 Meta 总体收入 1881/2136/2385 亿美元, 同比+14.4%/+13.5%/+11.7%;

2) 利润侧: 今年受 CapEx 支出增加影响, 2025 年利润水平或将会受到一定影响, 预计 2025 年 GAAP OPM 达 39%, 同比-3.2pct; 我们预计 2025-2027 年 GAAP 净利润为 637/697/779 亿美元, 同比+2.2%/+9.4%/+11.7%。

当前市值对应 2025-2027 年 23x/21x/18x PE, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 61 Meta 盈利预测 (百万美元)

mn USD	2024A	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total Revenue	164,500	41,461	44,634	46,477	55,556	188,128	213,561	238,549
Y/Y Growth	21.9%	13.7%	14.2%	14.5%	14.8%	14.4%	13.5%	11.7%
Q/Q Growth		-14.3%	7.7%	4.1%	19.5%			
FoA Revenue	162,354	40,946	44,221	46,161	54,288	185,615	210,655	235,240
Y/Y Growth	22.1%	13.7%	14.2%	14.5%	14.8%	14.3%	13.5%	11.7%
Q/Q Growth		-13.4%	8.0%	4.4%	17.6%			
Advertising	160,632	40,376	43,637	45,510	53,509	183,032	207,039	230,539
Y/Y Growth	21.7%	13.3%	13.8%	14.1%	14.4%	13.9%	13.1%	11.4%
Q/Q Growth		-13.7%	8.1%	4.3%	17.6%			
Other	1,722	570	584	651	779	2,583	3,616	4,701
Y/Y Growth	62.9%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	40.0%	30.0%
Q/Q Growth		9.8%	2.4%	11.6%	19.6%			
Reality Labs	2,146	515	413	316	1,268	2,513	2,906	3,309
Y/Y Growth	13.2%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%	15.6%	13.9%
Q/Q Growth		-52.4%	-19.8%	-23.5%	301.1%			
Operating Income	69,380	16,170	17,407	18,126	21,667	73,370	81,153	90,649
Y/Y Growth	48.4%	17.0%	17.2%	4.5%	-7.3%	5.8%	10.6%	11.7%
OP margin	42.2%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	38.0%	38.0%
GAAP Net Income	62,360	14,049	15,124	15,748	18,825	63,745	69,706	77,862
Y/Y Growth	59.5%	13.6%	12.3%	0.4%	-9.7%	2.2%	9.4%	11.7%
Net income margin	37.9%	33.9%	33.9%	33.9%	33.9%	33.9%	32.6%	32.6%
Adjusted EBITDA	101,863	26,140	28,266	29,591	34,341	118,339	133,551	151,250
Y/Y Growth	35.1%	24.5%	22.1%	15.4%	7.0%	16.2%	12.9%	13.3%
Adjusted EBITDA margin	61.9%	63.0%	63.3%	63.7%	61.8%	62.9%	62.5%	63.4%
CapEx	-37,256	-15,000	-15,000	-16,000	-18,000	-64,000	-76,000	-88,000
Y/Y Growth	38%	134%	84%	94%	25%	72%	19%	16%

资料来源: 公司公告、华安证券研究所预测

风险提示

全球宏观经济扰动风险; 广告投放需求不及预期; AI 进展不及预期等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	43,889	46,017	49,922	60,356	营业收入	164,500	188,128	213,561	238,549
有价证券	33,926	33,926	33,926	33,926	增长率	22%	14%	14%	12%
应收账款	16,994	18,334	20,288	22,662	营业成本	30,162	35,744	40,577	45,324
其他流动资产	5,236	5,236	5,236	5,236	%销售收入	18%	19%	19%	19%
流动资产	100,045	103,512	109,372	122,180	毛利	134,338	152,384	172,985	193,225
固定资产净值	121,346	159,190	204,148	255,401	营销费用	11,347	13,169	14,949	16,698
商誉及无形资产	20,654	20,654	20,654	20,654	%销售收入	7%	7%	7%	7%
其他非流动资产	34,009	34,009	34,009	34,009	行政管理费用	9,739	11,288	12,814	14,313
非流动资产	176,009	213,853	258,811	310,064	%销售收入	6%	6%	6%	6%
资产总计	276,054	317,365	368,183	432,245	研发费用	43,872	54,557	64,068	71,565
应付款项合计	7,687	7,778	8,542	9,542	%销售收入	27%	29%	30%	30%
其他流动负债	25,909	25,831	26,502	29,375	经营利润	69,380	73,370	81,153	90,649
流动负债	33,596	33,609	35,044	38,917	同比 (%)	48%	6%	11%	12%
租赁负债	18,292	18,292	18,292	18,292	%OPM	42.18%	39.00%	38.00%	38.00%
长期负债	28,826	28,826	28,826	28,826	其他收益	1,284	753	854	954
其他负债	12,703	12,703	12,703	12,703	所得税	8,304	10,377	12,301	13,740
非流动负债	59,821	59,821	59,821	59,821	净利润	62,360	63,745	69,706	77,862
总负债	93,417	93,430	94,865	98,738	同比 (%)	59%	2%	9%	12%
普通股股东权益	182,637	223,935	273,318	333,507					
股东权益	182,637	223,935	273,318	333,507					
负债股东权益合计	276,054	317,365	368,183	432,245					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万美元					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	回报率				
净利润	62,360	63,745	69,706	77,862	净资产收益率	34.14%	28.47%	25.50%	23.35%
折旧摊销	15,498	26,156	31,042	36,747	总资产收益率	22.59%	20.09%	18.93%	18.01%
以股份为基础的支出	16,690	18,813	21,356	23,855	增长率				
其他资金变动	-3,220	-1,327	-520	1,499	营业总收入增长率	21.94%	14.36%	13.52%	11.70%
经营活动现金净流量	91,328	107,388	121,585	139,963	EBIT 增长率	48.40%	5.75%	10.61%	11.70%
资本支出	-37,256	-64,000	-76,000	-88,000	净利润增长率	59.50%	2.22%	9.35%	11.70%
投资活动现金净流量	-47,150	-64,000	-76,000	-88,000	资产管理能力				
分红支出	-5,008	-5,165	-5,036	-4,885	应收款项周转率	9.92	10.65	11.06	11.11
其他资金变动	-35,773	-37,644	-36,644	-36,644	应付款项周转率	4.81	4.62	4.97	5.01
筹资活动现金净流量	-40,781	-42,809	-41,680	-41,529	偿债能力				
现金净流量	2,611	579	3,905	10,434	资产负债率	33.84%	29.44%	25.77%	22.84%
汇率影响	-786	0	0	0	流动比率	2.98	3.08	3.12	3.14
期初现金	42,827	45,438	46,017	49,922					
期末现金	45,438	46,017	49,922	60,356					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。