

买入

2025 年 5 月 28 日

AI 货币化能力提升，资本开支指引上调，优化经营抵消折旧增长

- 季度业绩摘要：**公司 25Q1 总收入 423.1 亿美元，同比增长 16.1%，高于公司上季度指引中值的 407 亿美元及彭博一致预期的 413 亿美元。1) Family of Apps 收入 419 亿美元，其中广告收入 413.9 亿美元，同比增长 16.2%。2) Reality Labs 收入 4.1 亿美元，同比下降 6.4%。总成本 75.7 亿美元，毛利率 82.1%，同比增长 30bps。经营利润 175.6 亿美元，同比增长 27.0%，高于彭博一致预期的 155 亿美元，经营利润率为 41.5%。其中 Family of Apps 贡献经营利润 217.7 亿美元，Reality Labs 经营亏损 42.1 亿美元。GAAP 净利润 166.4 亿美元，同比增长 34.6%，高于一致预期的 137 亿美元。摊薄后每股收益 6.43 美元，高于一致预期的 5.24 美元。公司预计 25Q2 总收入将介于 425-455 亿美元，对应同比增长 9-17%，指引中值低于一致预期的 441 亿美元。
- 北美受益于 TikTok Ban 及算法销量提升，表现强劲：**本季度公司所有 APP 日活用户（DAP）环比增长 800 万至 34.3 亿，人均收入为 12.36 美元。在广告收入中，电商是同比增长的最大贡献者。从用户地理分布来看，广告收入增长在世界其他地区 and 北美最强劲，分别为 19% 和 18%。价格增长得益于广告商需求的增加，部分原因是广告表现的改善。Meta 作为头部广告平台相对行业平均水平表现更好。
- AI 推荐系统增加用户时长：**Threads 现在每月有 3.5 亿活跃用户。在过去六个月中，推荐系统的改进使 Facebook 上的用户使用时间增加了 7%，Instagram 上增加了 6%，Threads 增加了 35%。本季度公司在 Reels 上测试了一种新的短视频广告推荐模型，该模型已经将转化率提高了 5%，使用人工智能创意工具的广告商数量在本季度也增加了 30%。同时公司推出增量归因功能，能够优化增量转化，相比其常规业务方法，测试中平均增量转化率提升了 46%。
- 目标价 740 美元，买入评级：**公司未来三年年化复合增速为 12.7%。但资本开支的增长将带来更多折旧开支，公司将通过优化经营费用进行对冲。我们采用 DCF 法估值，WACC 为 9%，长期增长率为 3.0%，目标价 740 美元，距离当前股价有 15.21% 的上行空间，买入评级。
- 风险：**1) 宏观经济下行风险；2) VR 业务不及预期风险；3) AI 行业竞争加剧风险；4) 用户数据相关监管风险。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	642.32 美元
目标价	740.00 美元 (+15.21%)
股票代码	META
总股本	25.14 亿股
市值	16150 亿美元
52 周高/低	441.46 美元/740.24 美元
每股账面值	73.34 美元
主要股东	马克扎克伯格 13.63% Vanguard 7.60% Blackrock 6.61% FMR LLC 5.09%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总营业收入（美元百万元）	134,902	164,501	187,319	211,127	235,301
YoY	15.69%	21.94%	13.87%	12.71%	11.45%
GAAP 净利润	39,098	62,360	65,196	72,317	81,126
摊薄每股盈利	14.9	23.9	25.2	28.2	32.0
YoY	73.21%	60.41%	5.60%	12.04%	13.31%
基于642.32美元的市盈率（估）	49.8	31.0	29.4	26.2	23.1
每股派息（美元）	0.0	2.0	2.1	2.4	2.8
股息现价比	0.00%	0.31%	0.33%	0.37%	0.44%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

季度业绩摘要

25Q1 收入同比+19%，高于彭博一致预期的 365 亿美元

公司 25Q1 总收入 423.1 亿美元，同比增长 16.1%，高于公司上季度指引中值的 407 亿美元及彭博一致预期的 413 亿美元。1) Family of Apps 收入 419 亿美元，其中广告收入 413.9 亿美元，同比增长 16.2%。2) Reality Labs 收入 4.1 亿美元，同比下降 6.4%。

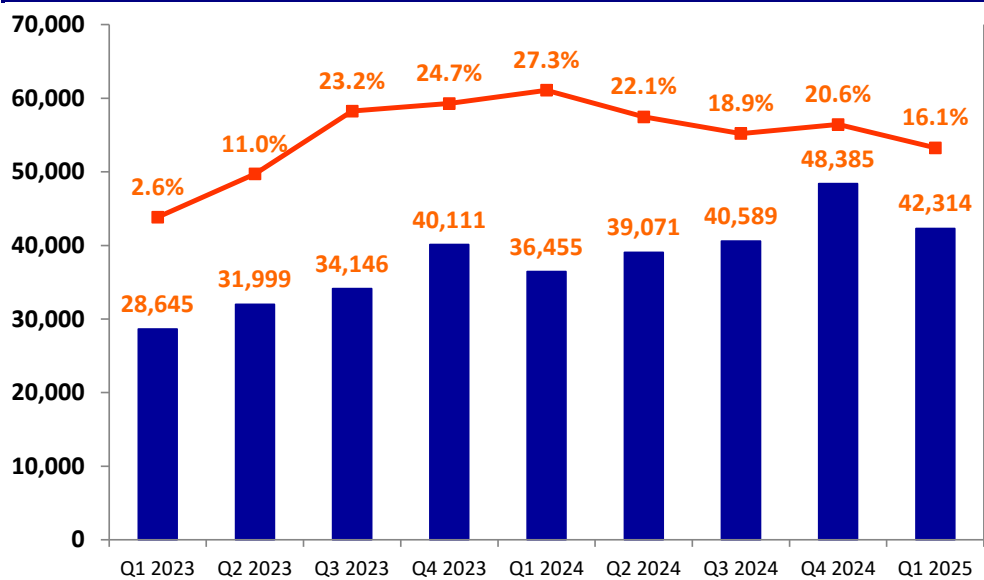
经营利润同比+27%

本季度公司总成本 75.7 亿美元，毛利率 82.1%，同比增长 30bps。经营利润 175.6 亿美元，同比增长 27.0%，高于彭博一致预期的 155 亿美元，经营利润率为 41.5%。其中 Family of Apps 贡献经营利润 217.7 亿美元，Reality Labs 经营亏损 42.1 亿美元。研发费用同比增长 21.8%，销售及营销费用同比增长 7.5%，管理与行政费用同比下降 34.0%。目前公司共有员工 76834 人，同比增长 11%。

EPS 为 6.43 美元，同比+36%，高于彭博一致预期的 5.24 美元

本季度公司 GAAP 净利润 166.4 亿美元，同比增长 34.6%，高于一致预期的 137 亿美元。摊薄后每股收益 6.43 美元，高于一致预期的 5.24 美元。资本开支 137 亿美元，主要用于投资数据中心、服务器、网络基础设施，自由现金流 103.3 亿美元。本季度公司共回购价值 134 亿美元的股票，并以派息方式返还投资者 13.3 亿美元。

图表 1：季度营收及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

2025 年支出指引下调至 1130-1180 亿美元

下季度指引：公司预计 25Q2 总收入将介于 425-455 亿美元，对应同比增长 9-17%，指引中值低于一致预期的 441 亿美元。公司下调 2025 全年开支指引至 1130-1180 亿美元（前值 1140-1190 亿美元）；其中全年资本开支指引上调至 640-720 亿美元（前值 600-650 亿美元），资本开支的增长主要由 AI 基础设施开支增长导致。公司预计 2025 年综合税率为 12-15%

我们认为公司业绩的提升将持续：1) ARPU 持续增长，由于手机操作系统个人隐私保护政策原因，广告预算向高 ROI 领域集中。同时公司的 Advantage+平台利用 AI 技术提升广告主投放 ROI，Sandbox 降低广告商成本。2) Reels 的货币化进展顺利，广告展示量大幅提升。3) 公司控制运营开支，逐步释放利润与自由现金流。

AI 从推荐及营销两方面推动广告业务增长

DAP 增长至 34.3 亿，人均收入为 12.36 美元

本季度公司所有 APP 日活用户（DAP）环比增长 800 万至 34.3 亿，人均收入为 12.36 美元。在广告收入中，电商是同比增长的最大贡献者。从用户地理分布来看，广告收入增长在世界其他地区 and 北美最强劲，分别为 19% 和 18%。欧洲和亚太地区分别增长 14% 和 12%。展示增长主要由亚太地区推动，价格增长得益于广告商需求的增加，部分原因是广告表现的改善。Meta 作为头部广告平台相对行业平均水平表现更好。

Threads 现在每月有 3.5 亿活跃用户。在过去六个月中，推荐系统的改进使 Facebook 上的用户使用时间增加了 7%，Instagram 上增加了 6%，Threads 增加了 35%。在 1 月的 TikTok ban 前后，Meta 旗下的 FB、IG 以及新平台 Threads，均有流量增长。

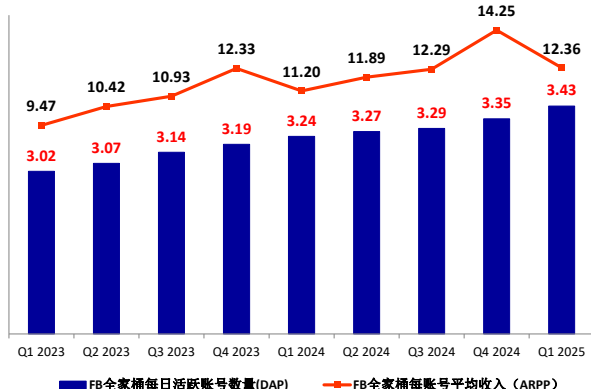
本季度广告展示量 YoY+5%，广告单价 YoY+10%

本季度公司的广告展示量同比增长 5%，增速继续放缓。广告 CPM 同比增长 10%，相比上季度的 10% 逐步放缓。我们认为主要由于公司的广告推荐系统通过 AI 加持能力提升，叠加 AI 广告营销平台 Advantage+ 的收入增长。

本季度公司在 Reels 上测试了一种新的短视频广告推荐模型，该模型已经将转化率提高了 5%，使用人工智能创意工具的广告商数量在本季度也增加了 30%。同时公司推出增量归因功能，能够优化增量转化，相比其常规业务方法，测试中平均增量转化率提升了 46%。

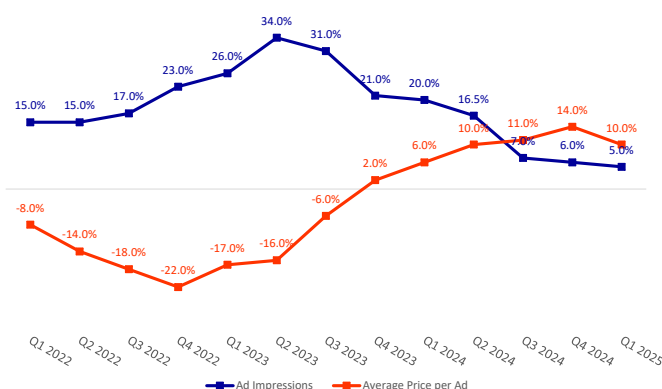
欧洲委员会最近宣布，Meta 的无广告订阅模式不符合《数字市场法案》（DMA）的规定。公司预计需要对业务的模式进行一些修改，这可能会导致欧洲用户的用户体验显著下降，并对欧洲业务和收入产生重大影响，最早可能在 2025Q3 出现。

图表 2: Facebook ARPP (美元) 与 DAP (十亿)



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3: 广告单价与展示量趋势



资料来源：公司资料，第一上海整理

Quest 销量出现下滑，RL 亏损环比缩窄

Reality Labs 收入 4.1 亿美元，同比下降 6.4%，主要由于 Quest 销售额下降影响，被雷朋 Meta 眼镜热销部分抵消。IDC 预测 VR/AR 头戴设备市场整体需求未来将有所恢复，2024 年全球总体出货量 960 万台，2025 年将同比增长 12%，2025-2029 头戴设备的出货量年化复合增长率将达 38.6%。

公司目前正同时探索 VR 及 AI 两条可能的第二增长曲线。我们认为公司未来如果能限制 RL 部门的费用，将有可能额外释放出百亿美元规模的利润。RL 部门本季度亏损环比出现减少，主要可能由于公司对部门的人员进行优化所导致。在目前主营业务高增速的前提下，市场对于 RL 业务亏损的容忍度也更高。

目标价 740 美元，买入评级

预计公司利润未来三年年化复合增速为 9% 公司广告 ARPU 及库存持续增长带动收入提升，叠加 AI 带来的效率提升，将维持较高的收入增长速度，未来三年年化复合增速为 12.7%。但资本开支的增长将带来更多折旧开支，影响公司毛利率，公司将通过优化经营费用进行对冲，我们认为总体计算公司的利润受折旧增长影响较小，未来三年年化复合增速 9.2%。采用 DCF 法估值，WACC 为 9%，长期增长率为 3.0%，目标价 740 美元，距离当前股价有 15.21% 的上行空间，买入评级。

图表 4：DCF 估值模型

高速成长期					稳定成长期					永续期	
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
(百万美元)											
CFO	103,807	120,187	138,366								
自由现金流量	35,807	48,187	63,366	79,207	95,048	109,306	122,422	134,665	145,438	154,164	158,789
自由现金流增长率		34.6%	31.5%	25.0%	20.0%	15.0%	12.0%	10.0%	8.0%	6.0%	3.0%
折合至2025年的现金流量	35,807	44,209	53,334	61,162	67,335	71,041	72,996	73,666	72,990	70,981	1,218,514
永续期折现值											2,725,878

WACC	9.0%
长期增长率	3.0%

Valuation	
现金流折现	1,842,037
减：净金融负债	-72,968
股本价值	1,915,005
股本数量（预期）	2,588
DCF法之每股价值（美元）	740.00

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美元,财务年度: 12月31日											
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	134,902	164,501	187,319	211,127	235,301	盈利能力					
- 主营业务收入成本	25,959	30,161	36,527	43,070	49,649	毛利率 (%)	80.8%	81.7%	80.5%	79.6%	78.9%
毛利	108,943	134,340	150,791	168,057	185,653	EBITDA 利率 (%)	42.9%	51.6%	50.0%	52.7%	55.3%
营业开支	62,192	64,960	77,082	84,768	92,121	净利率 (%)	29.0%	37.9%	34.8%	34.3%	34.5%
- 行政管理费用	11,408	9,740	10,958	12,034	13,177	营运表现					
- 市场营销费用	12,301	11,347	12,738	14,040	15,412	行政管理费用/收入 (%)	8.5%	5.9%	5.9%	5.7%	5.6%
- 研究和开发开支	38,483	43,873	53,386	58,693	63,531	市场营销费用/收入 (%)	9.1%	6.9%	6.8%	6.7%	6.6%
营业利润	46,751	69,380	73,710	83,290	93,532	研究和开发费用/收入 (%)	28.5%	26.7%	28.5%	27.8%	27.0%
- 利息支出	0	0	0	0	0	实际税率 (%)	17.6%	11.8%	12.5%	14.0%	14.0%
- 营业外亏损净额	-677	-1,283	-800	-800	-800	股息支付率 (%)	0.0%	8.4%	8.4%	8.5%	8.8%
税前利润	47,428	70,663	74,510	84,090	94,332	应收账款天数	40.1	36.8	33.5	31.5	31.6
- 所得税支出	8,330	8,303	9,314	11,773	13,207	应付账款天数	69.2	75.9	77.7	68.9	61.9
净利润	39,098	62,360	65,196	72,317	81,126	财务状况					
折旧与摊销	11,178	15,498	19,965	28,045	36,624	总负债/总资产	33.3%	33.8%	28.3%	23.9%	20.1%
主营业务增长 (%)	16%	22%	14%	13%	11%	收入/净资产	25.5%	34.1%	27.5%	24.1%	21.7%
						经营性现金流/净利润	181.9%	146.5%	159.2%	166.2%	170.6%

资产负债表						现金流量表					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	41,862	43,889	49,696	67,884	101,249	+ 净利润	39,098	62,360	65,196	72,317	81,126
+ 短期投资	23,541	33,926	33,926	33,926	33,926	+ 折旧、摊销	11,178	15,498	19,965	28,045	36,624
+ 应收账款与票据	16,169	16,994	17,376	19,025	21,683	+ 其他调整	17,545	14,957	18,860	20,934	23,237
+ 其他流动资产	3,793	5,236	5,236	5,236	5,236	+ 非现金运营资本变动	3,292	-1,487	-213	-1,109	-2,621
总计流动资产	85,365	100,045	106,235	126,071	162,094	经营活动现金流量	71,113	91,328	103,807	120,187	138,366
+ 长期投资与应收						+ 固定及无形资产变动	-27,045	-37,256	-68,000	-72,000	-75,000
+ 总固定资产	129,721	164,663	232,663	304,663	379,663	+ 长期投资净变动	0	0	0	0	0
- 累计折旧	33,134	43,317	63,077	90,996	127,556	+ 收购与剥离净现金	0	0	0	0	0
+ 净固定资产	96,587	121,346	169,586	213,667	252,107	+ 其他投资活动	3,202	-9,753	0	0	0
+ 商誉	20,654	20,654	20,654	20,654	20,654	投资活动现金	-24,495	-47,150	-68,000	-72,000	-75,000
+ 总计无形资产 - 净值	788	915	710	585	521	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	12,935	18,172	18,172	18,172	18,172	+ 短期债务(偿付)所得现金	0	0	0	0	0
总计长期资产	144,258	176,009	224,044	268,000	306,376	+ 长期借款增加	8,455	10,432	0	0	0
总资产	229,623	276,054	330,279	394,071	468,471	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 应付账款	4,849	7,687	7,856	8,396	8,434	+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	25,488	23,967	23,967	23,967	23,967	+ 股本回购	-19,774	-30,125	-30,000	-30,000	-30,000
总计流动负债	31,960	33,596	33,765	34,305	34,343	+ 其他融资活动	-7,123	-14,047	0	0	0
+ 其他长期负债	8,884	12,703	12,703	12,703	12,703	融资所得现金	-19,500	-40,781	-30,000	-30,000	-30,000
总长期负债	44,495	59,821	59,821	59,821	59,821	现金净增减	27,231	2,611	5,807	18,187	33,366
总负债	76,455	93,417	93,586	94,126	94,164	现金剩余	41,912	44,826	49,696	67,884	101,249
总股东权益	153,168	182,637	236,693	299,944	374,307						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。