

买入

2025 年 7 月 31 日

AI 助力广告业务大超预期，WhatsApp 及 Threads 将货币化

- 季度业绩摘要：** 公司 25Q2 总收入 475.2 亿美元，同比增长 21.6%，远高于公司上季度指引中值的 440 亿美元及彭博一致预期的 448 亿美元。1) Family of Apps 收入 471.5 亿美元，其中广告收入 465.6 亿美元，同比增长 21.5%。2) Reality Labs 收入 3.7 亿美元，同比增长 4.8%。总成本 84.9 亿美元，毛利率 82.1%，同比增长 80bps。经营利润 204.4 亿美元，同比增长 37.7%，高于彭博一致预期的 178 亿美元，经营利润率为 43.0%。其中 Family of Apps 贡献经营利润 249.7 亿美元，Reality Labs 经营亏损 45.3 亿美元。研发费用同比增长 22.8%，销售及营销费用同比增长 9.5%，管理与行政费用同比下降 27.2%。公司 GAAP 净利润 183.4 亿美元，同比增长 36.2%，高于一致预期的 152 亿美元。摊薄后每股收益 7.14 美元，高于一致预期的 5.89 美元。公司预计 25Q3 总收入将介于 475-505 亿美元，中值对应同比增长 21%，高于一致预期的 472 亿美元。
- 广告业务在 AI 加持下强劲增长：** 本季度公司的广告展示量同比增长 11%，相比上季度的 5% 出现反弹。广告 CPM 同比增长 9%，相比上季度的 11% 逐步放缓。我们认为主要由于公司的广告推荐系统通过 AI 加持带来更长的用户使用时长及广告 ROI，叠加 AI 广告营销平台 Advantage+ 的收入增长。AI 推荐系统的进步使 Facebook 用户使用时长增加了 5%，Instagram 增加了 6%。Andromeda 模型、生成式广告推荐系统 (GEM) 及 Lattice 模型架构等 AI 系统分别在广告检索、推荐排名及广告排名中推动广告转化率的提升。
- 公司 AI 战略清晰，将探索五方面业务：** 公司 CEO 扎克伯格认为公司目前正在追求 5 个增长机会：生成式 AI 改进广告、更具吸引力的体验带来用户时长增长、商业人工智能服务集成至 Facebook 及 Instagram 中进行信息传递、Meta AI (用户数量超 10 亿) 和 AI 设备 (AI 眼镜及 VR 设备)。
- 目标价 880 美元，买入评级：** 公司未来三年年化复合增速为 16.7%。公司将通过优化经营费用对冲资本开支增长，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 11.8%。采用 DCF 法估值，WACC 为 9%，长期增长率为 3.0%，目标价 880 美元，距离当前股价有 26.58% 的上行空间，买入评级。
- 风险：** 1) 宏观经济下行风险；2) AI 发展不及预期风险；3) VR 业务不及预期风险；4) 用户数据相关监管风险。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

主要数据

| | |
|---------|---|
| 行业 | TMT |
| 股价 | 695.21 美元 |
| 目标价 | 880.00 美元 (+26.58%) |
| 股票代码 | META |
| 总股本 | 25.14 亿股 |
| 市值 | 17480 亿美元 |
| 52 周高/低 | 449.22 美元/747.90 美元 |
| 每股账面值 | 73.56 美元 |
| 主要股东 | 马克扎克伯格 13.63% Vanguard 7.60% Blackrock 6.61% FMR LLC 5.08% |

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 | 196,291 | 228,691 | 261,461 |
| YoY | 15.69% | 21.94% | 19.33% | 16.51% | 14.33% |
| GAAP 净利润 | 39,098 | 62,360 | 72,198 | 76,213 | 87,064 |
| 摊薄每股盈利 | 14.9 | 23.9 | 28.0 | 29.8 | 34.3 |
| YoY | 73.21% | 60.41% | 17.54% | 6.31% | 15.04% |
| 基于880美元的市盈率 (估) | 59.2 | 36.9 | 31.4 | 29.5 | 25.7 |
| 每股派息 (美元) | 0.0 | 2.0 | 2.0 | 2.2 | 2.4 |
| 股息现价比 | 0.00% | 0.29% | 0.29% | 0.32% | 0.35% |

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

25Q2 收入同比+22%至 475 亿美元，高于彭博一致预期的 448 亿美元

经营利润同比+38%

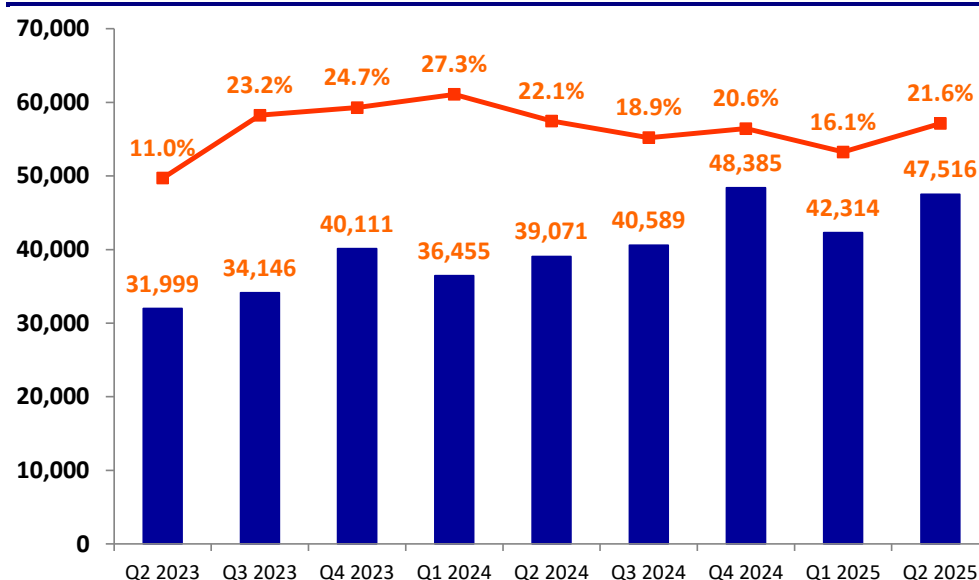
EPS 为 7.14 美元，同比+36%，高于彭博一致预期的 5.89 美元

公司 25Q2 总收入 475.2 亿美元，同比增长 21.6%，远高于公司上季度指引中值的 440 亿美元及彭博一致预期的 448 亿美元。1) Family of Apps 收入 471.5 亿美元，其中广告收入 465.6 亿美元，同比增长 21.5%。2) Reality Labs 收入 3.7 亿美元，同比增长 4.8%。

本季度公司总成本 84.9 亿美元，毛利率 82.1%，同比增长 80bps。经营利润 204.4 亿美元，同比增长 37.7%，高于彭博一致预期的 178 亿美元，经营利润率为 43.0%。其中 Family of Apps 贡献经营利润 249.7 亿美元，Reality Labs 经营亏损 45.3 亿美元。研发费用同比增长 22.8%，销售及营销费用同比增长 9.5%，管理与行政费用同比下降 27.2%。目前公司共有员工 75946 人，同比增长 7%。

本季度公司 GAAP 净利润 183.4 亿美元，同比增长 36.2%，高于一致预期的 152 亿美元。摊薄后每股收益 7.14 美元，高于一致预期的 5.89 美元。包括融资租赁的资本开支 170 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 85 亿美元。本季度公司共回购价值 98 亿美元的股票，并以派息方式返还投资者 13 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 年总支出指引为 1140-1180 亿美元，资本开支指引为 660-720 亿美元

下季度指引：公司预计 25Q3 总收入将介于 475-505 亿美元，中值对应同比增长 21%，高于一致预期的 472 亿美元。公司收窄 2025 全年开支指引区间至 1140-1180 亿美元（前值 1130-1180 亿美元）；其中全年资本开支指引上调至 660-720 亿美元（前值 660-720 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%。由于资本开支的增加及雇佣 AI 专家的成本，公司预计 2026 年的总支出增速将高于 2025 年，预计资本开支将同比增长 300 亿美元。

公司正在打造一个精英、人才密集的超级智能团队。Alexandr Wang 领导整个团队，Nat Friedman 领导 AI 产品和应用研究，Shengjia Zhao 担任首席科学家。Prometheus 计算集群将是第一个 GW+级集群，未来公司将投资超过 1000 亿美金建造 5GW 的 Hyperion 集群。

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

技术提升广告投放 ROI，Sandbox 降低广告商成本。2) Reels 的货币化进展顺利叠加 AI 推荐算法效果提升，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。

广告业务在 AI 加持下强劲增长

DAP 增长至 34.8 亿，人均收入为 13.65 美元

本季度公司所有 APP 日活用户（DAP）环比增长 5000 万至 34.8 亿，人均收入为 13.65 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，广告收入增长在欧洲和世界其他地区最强劲，分别为 24%和 23%。北美和亚太地区分别增长 21%和 18%。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和广告表现的改善。Meta 作为头部广告平台相对行业平均水平表现更好，Temu 和 Shein 释放出的广告库存迅速被其他广告主所填满。

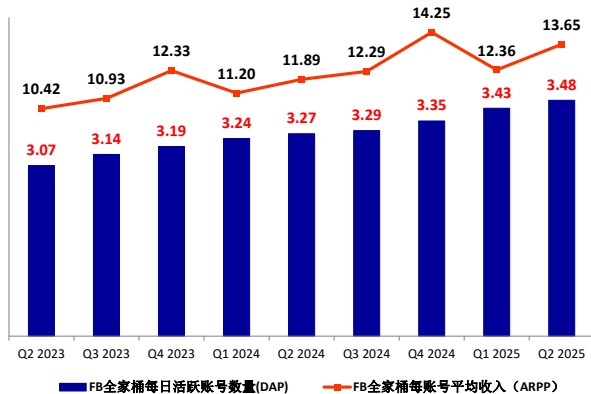
Facebook、Instagram 和 WhatsApp 的日活跃用户数继续增长，其中 Instagram 上的视频使用时长同比增长超 20%。公司正在 WhatsApp 状态和频道中推出广告，同时在更新标签中推出频道订阅，以帮助企业触达访问超过 15 亿日活跃用户。同时 Threads 也将进行货币化，但短期内（2025 下半年）不会带来显著的财务影响。

本季度广告展示量 YoY+11%，广告单价 YoY+9%

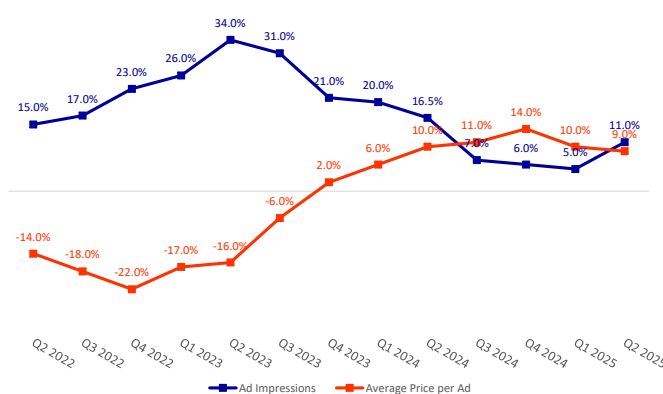
本季度公司的广告展示量同比增长 11%，相比上季度的 5%出现反弹。广告 CPM 同比增长 9%，相比上季度的 11%逐步放缓。我们认为主要由于公司的广告推荐系统通过 AI 加持带来更长的用户使用时长及广告 ROI，叠加 AI 广告营销平台 Advantage+ 的收入增长。AI 推荐系统的进步使 Facebook 用户使用时长增加了 5%，Instagram 增加了 6%。Andromeda 模型、生成式广告推荐系统（GEM）及 Lattice 模型架构等 AI 系统分别在广告检索、推荐排名及广告排名中推动广告转化率的提升。

公司 CEO 扎克伯格认为公司目前正在追求 5 个增长机会：生成式 AI 改进广告、更具吸引力的体验带来用户时长增长、商业人工智能服务集成至 Facebook 及 Instagram 中进行信息传递、Meta AI（用户数量超 10 亿）和 AI 设备（AI 眼镜及 VR 设备）。

图表 2: Facebook ARPP（美元）与 DAP（十亿）



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

资料来源：公司资料，第一上海整理

雷朋 Meta 眼镜供不应求，今年销量有望达 300 万

Reality Labs 收入 3.7 亿美元，同比增长 4.8%，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%。

雷朋 Meta 眼镜在第二季度的销售额增长加速，今年销量有望达 300 万。同时公司将推出 Oakley Meta HSTN 新 AI 眼镜。它拥有更长的电池寿命、更高分辨率的摄像头，并专为运动设计。

目标价 880 美元，买入评级

预计公司利润未来三年
年化复合增速为 12%

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 16.7%。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 11.8%。采用 DCF 法估值，WACC 为 9%，长期增长率为 3.0%，目标价 880 美元，距离当前股价有 26.58% 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 | 109,912 | 129,884 | 147,497 | | | | | | | | |
| 自由现金流量 | 40,912 | 39,884 | 52,497 | 68,247 | 85,308 | 104,076 | 124,891 | 147,372 | 170,951 | 196,594 | 202,491 |
| 自由现金流增长率 | | -2.5% | 31.6% | 30.0% | 25.0% | 22.0% | 20.0% | 18.0% | 16.0% | 15.0% | 3.0% |
| 折合至2025年的现金流量 | 40,912 | 36,591 | 44,186 | 52,699 | 60,434 | 67,642 | 74,468 | 80,617 | 85,795 | 90,517 | 1,553,878 |
| 永续期折现值 | | | | | | | | | | | 3,476,103 |

| | |
|-------|------|
| WACC | 9.0% |
| 长期增长率 | 3.0% |

| | |
|---------------|-----------|
| Valuation | |
| 现金流折现 | 2,187,739 |
| 减：净金融负债 | -78,073 |
| 股本价值 | 2,265,812 |
| 股本数量（预期） | 2,575 |
| DCF法之每股价值（美元） | 880.00 |

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 | 196,291 | 228,691 | 261,461 | 盈利能力 | | | | | |
| - 主营业务收入成本 | 25,959 | 30,161 | 35,921 | 45,738 | 53,599 | 毛利率 (%) | 80.8% | 81.7% | 81.7% | 80.0% | 79.5% |
| 毛利 | 108,943 | 134,340 | 160,370 | 182,953 | 207,861 | EBITDA 利率 (%) | 42.9% | 51.6% | 51.4% | 50.0% | 52.6% |
| 营业开支 | 62,192 | 64,960 | 79,498 | 96,850 | 109,160 | 净利率 (%) | 29.0% | 37.9% | 36.8% | 33.3% | 33.3% |
| - 行政管理费用 | 11,408 | 9,740 | 10,796 | 12,464 | 14,119 | 营运表现 | | | | | |
| - 市场营销费用 | 12,301 | 11,347 | 12,759 | 14,636 | 16,603 | 行政管理费用/收入 (%) | 8.5% | 5.9% | 5.5% | 5.5% | 5.4% |
| - 研究和开发开支 | 38,483 | 43,873 | 55,943 | 69,751 | 78,438 | 市场营销费用/收入 (%) | 9.1% | 6.9% | 6.5% | 6.4% | 6.4% |
| 营业利润 | 46,751 | 69,380 | 80,872 | 86,102 | 98,701 | 研究和开发费用/收入 (%) | 28.5% | 26.7% | 28.5% | 30.5% | 30.0% |
| - 利息支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 实际税率 (%) | 17.6% | 11.8% | 11.6% | 12.3% | 12.5% |
| - 营业外亏损净额 | -677 | -1,283 | -800 | -800 | -800 | 股息支付率 (%) | 0.0% | 8.4% | 7.1% | 7.4% | 7.0% |
| 税前利润 | 47,428 | 70,663 | 81,672 | 86,902 | 99,501 | 应收账款天数 | 40.1 | 36.8 | 33.2 | 29.2 | 26.0 |
| - 所得税支出 | 8,330 | 8,303 | 9,474 | 10,689 | 12,438 | 应付账款天数 | 69.2 | 75.9 | 81.1 | 81.1 | 81.1 |
| 净利润 | 39,098 | 62,360 | 72,198 | 76,213 | 87,064 | 财务状况 | | | | | |
| 折旧与摊销 | 11,178 | 15,498 | 19,965 | 28,165 | 38,904 | 总负债/总资产 | 33.3% | 33.8% | 27.8% | 23.9% | 20.0% |
| 主营业务增长 (%) | 16% | 22% | 19% | 17% | 14% | 收入/净资产 | 25.5% | 34.1% | 29.6% | 24.5% | 22.3% |
| | | | | | | 经营性现金流/净利润 | 181.9% | 146.5% | 152.2% | 170.4% | 169.4% |

| 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 | 54,801 | 64,685 | 87,182 | + 净利润 | 39,098 | 62,360 | 72,198 | 76,213 | 87,064 |
| + 短期投资 | 23,541 | 33,926 | 33,926 | 33,926 | 33,926 | + 折旧、摊销 | 11,178 | 15,498 | 19,965 | 28,165 | 38,904 |
| + 应收账款与票据 | 16,169 | 16,994 | 18,695 | 17,895 | 19,324 | + 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 | -1,110 | 4,572 | -1,707 |
| 总计流动资产 | 85,365 | 100,045 | 112,658 | 121,742 | 145,668 | 经营活动现金流量 | 71,113 | 91,328 | 109,912 | 129,884 | 147,497 |
| + 长期投资与应收 | | | | | | + 固定及无形资产变动 | -27,045 | -37,256 | -69,000 | -90,000 | -95,000 |
| + 总固定资产 | 129,721 | 164,663 | 233,663 | 323,663 | 418,663 | + 长期投资净变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - 累计折旧 | 33,134 | 43,317 | 63,077 | 91,116 | 129,956 | + 收购与剥离净现金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + 净固定资产 | 96,587 | 121,346 | 170,586 | 232,547 | 288,707 | + 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 | -69,000 | -90,000 | -95,000 |
| + 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 | 225,044 | 286,880 | 342,976 | + 长期借款增加 | 8,455 | 10,432 | 0 | 0 | 0 |
| 总资产 | 229,623 | 276,054 | 337,703 | 408,622 | 488,645 | + 长期借款减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + 应付账款 | 4,849 | 7,687 | 8,278 | 12,050 | 11,772 | + 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 | 34,187 | 37,959 | 37,681 | + 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 | 10,912 | 9,884 | 22,497 |
| 总负债 | 76,455 | 93,417 | 94,008 | 97,780 | 97,502 | 现金剩余 | 41,912 | 44,826 | 54,801 | 64,685 | 87,182 |
| 总股东权益 | 153,168 | 182,637 | 243,695 | 310,842 | 391,143 | | | | | | |

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。