

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

Meta Platform (META US)

AI深度融入Meta硬件生态系统

- Meta发布新一代Meta Ray-Ban Display智能眼镜, 配备小型彩色显示屏, 通过AI集成实现更多功能
- VR生态的最新进展包括现实世界扫描转化为VR场景的技术, 以及Quest设备上用于Horizon Worlds平台的新一代Horizon Engine引擎
- 行业首推股: 目标价上调至964美元, AI驱动用户和广告持续增长, 抵消资本开支的担忧; Meta面临强制剥离IG和WhatsApp的风险, 其股价与估值走势可以参考Alphabet, 后者因反垄断压力缓解, 推动股价上涨并为估值提供支撑

Meta Connect 大会推出新一代智能眼镜

Meta Connect 大会于9月17-18日举行, 马克·扎克伯格发布了新一代AI穿戴设备: 1) 第二代Meta Ray-Ban眼镜, 续航翻倍至8小时, 支持3K视频录制, 具备环境噪声中的对话聚焦等先进功能; 2) 运动专用Oakley Meta Vanguard, 支持与健身应用联动, 具备慢动作和延时摄影功能, 防水设计; 3) Meta Ray-Ban Display, Meta首款嵌入全彩显示屏的AI眼镜, 可显示消息、导航和通知。由AI驱动, 支持实时字幕、拍照录像、音乐播放和实时AI智能建议, 定价799美元, 符合预期。大会演示了用户在烹饪准备中使用AI互动的场景。配套产品Meta Neural Band可通过手臂动作控制Meta Ray-Ban Display。此外, Meta VR生态新进展包括: 1) Hyperscape 现实世界扫描转VR技术; 2) Horizon TV 流媒体; 3) AI助手加入Meta Horizon Studio(创作者制作VR世界的编辑器); 4) Horizon(Runtime) Engine应用于Meta Quest设备上的Horizon Worlds, 提升图形性能, 支持100名并发用户, 取代Unity。

Meta 转变态度, 与主流媒体公司重新合作

Meta重新与主流媒体公司接洽, 获取新闻内容授权, 用于提升其聊天机器人表现(链接)。Meta持续转变先前立场: 2022年, Meta因反对强制支付新闻版权费法规, 停止向新闻出版商付费并降低其平台上的新闻曝光度。Meta认为此类规定不公, 宁愿屏蔽新闻也不愿支付版权费。我们认为, Meta需支持与媒体公司合作, 提升其Llama大语言模型在AI搜索领域的价值和竞争力。

FTC对陪伴型AI聊天机器人启动调查

9月11日, 美国联邦贸易委员会(FTC)对包括Meta在内的7家公司发起调查(链接), 重点关注AI聊天机器人作为陪伴角色的监管, 调查这些公司如何衡量、测试及监控AI聊天机器人对未成年人的潜在负面影响。由于AI聊天机器人模拟人类行为, 设计成朋友角色, 容易建立信任关系, 此次调查重点审查企业采取的风险缓解和安全评估措施。

Meta AI布局到位, 受益潜力巨大

DCF目标价为964美元, 对应25/26财年27倍/24倍市盈率, 21倍/17倍EV/EBITDA。鉴于强劲增长, Meta当前估值为22倍25财年非GAAP市盈率, 对比行业均值39倍, 及同行亚马逊28倍和微软36倍相对具有吸引力。
主要风险: 1) 宏观、2) 竞争、3) 监管。

盈利预测及估值

12月31日年结, 百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	134,902	164,500	196,759	230,442	262,876
同比增长	16%	22%	20%	17%	14%
毛利润	108,943	134,338	159,885	184,354	210,301
非GAAP经营利润	60,778	86,070	99,391	113,785	134,440
同比增长	48%	42%	15%	14%	18%
净利润	39,098	62,360	71,418	79,183	94,271
非GAAP净利润	53,125	79,050	90,808	101,829	120,086
非GAAP每股盈利(美元)	20.2	30.2	35.3	39.9	47.2
非GAAP市盈率(倍)	33	22	22	19	16
EV/EBITDA	24	17	17	14	12
ROE(%)	38	47	43	38	36

注: 截至2025年9月18日的收盘价; 资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)预测

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

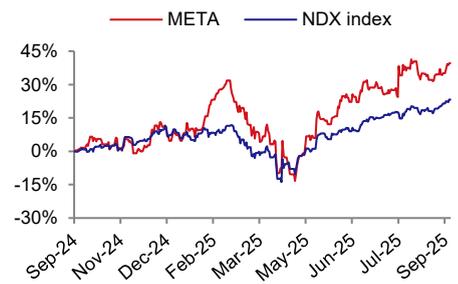
最新变动

公司最新动态

增持

前次评级	增持
股价(2025年9月18日)	780美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	964美元(+24%)
前次目标价	866美元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
META US	3.2	32.8	44.2
Nasdaq	2.9	16.3	17.5

行业: TMT

Nasdaq (2025年9月18日) 6,632

重要数据

52周股价区间(美元)	480 - 796
美股市值(十亿美元)	1,960.1
日均成交量美股(百万股)	10.55

主要股东

Sandberg Sheryl	0.06%
Zuckerberg Mark	0.02%
其他股东	0.02%
自由流通量	99.0%

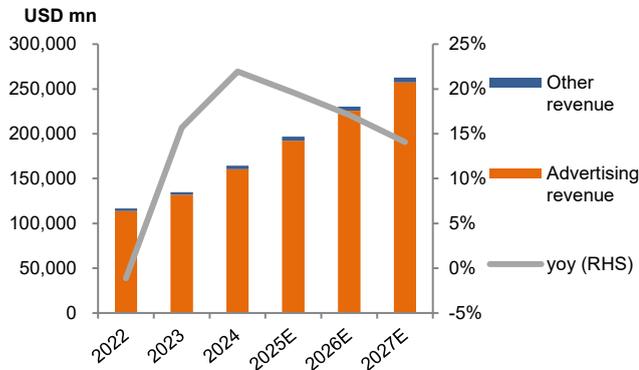
资料来源: 彭博、招商证券(香港)

相关报告

1. Meta Platform (META US) - 人工智能最新动态(增持)(2025/8/27)
2. Meta Platform (META US) - 业绩大获全胜, 缓解资本支出担忧(增持)(2025/7/31)
3. Meta Platform (META US) - 一季度业绩超预期, 二季度前景胜预期(增持)(2025/5/7)
4. 中美互联网行业 - 关税之战: 美国商品贸易风险; 本地生活&服务行业具防御性(推荐)(2025/4/11)
5. 中美互联网行业 - 踏上人工智能的快速列车(推荐)(2025/3/5)
6. Meta Platforms (META US) - 全球社交龙头, AI赋能全面增长新机遇(增持)(2025/1/9)

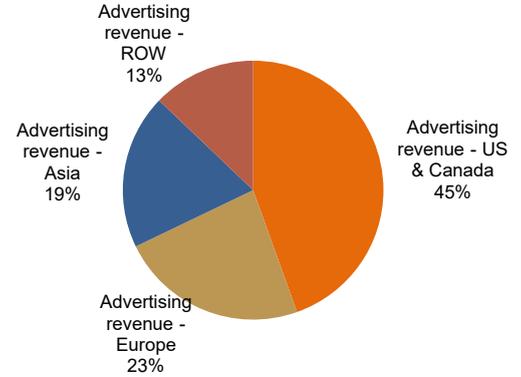
重点图表

图1: 收入表现



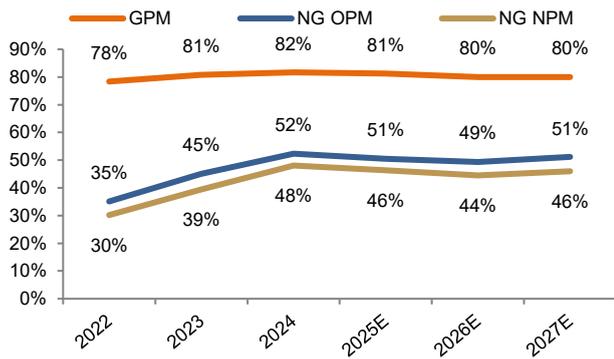
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图2: 25财年分地区广告收入



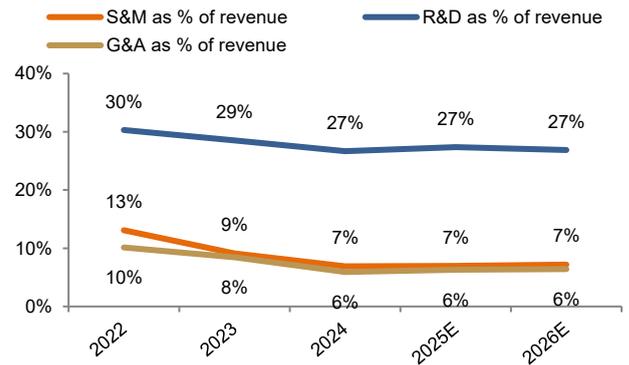
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图3: 非GAAP利润率



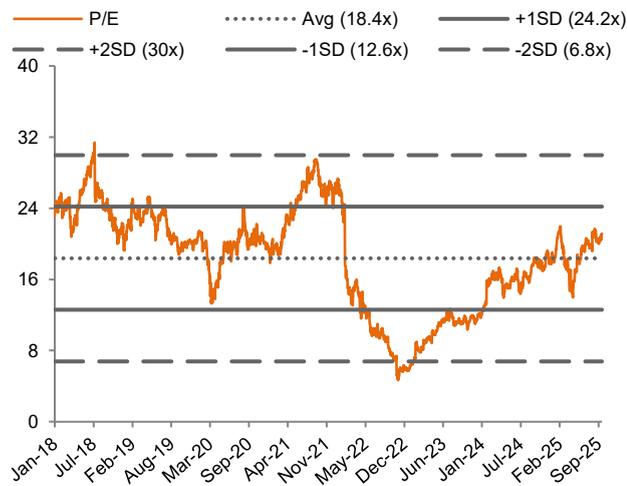
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图4: 经营费率对收入占比



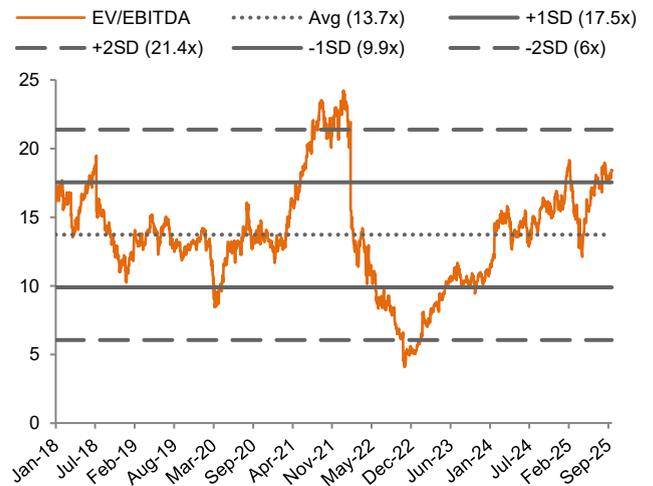
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图5: 市盈率区间



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

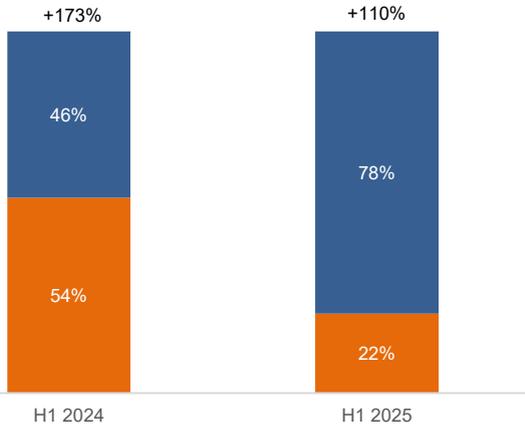
图6: EV/EBITDA 区间



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图7: 全球智能眼镜出货量按设备类型划分

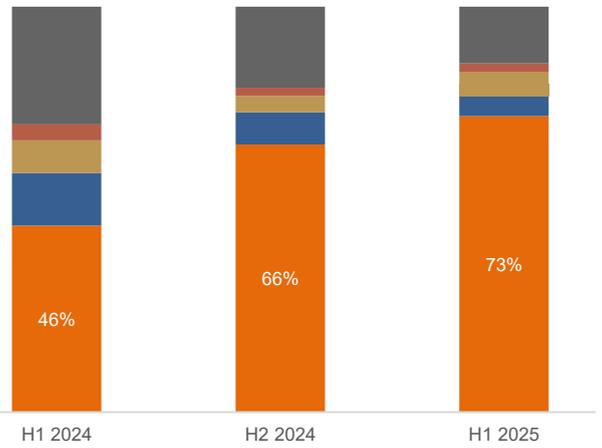
Basic Smart Glass (Mostly smart audio glsaaes) AI Smart Glasses



资料来源: Counterpoint、招商证券(香港)

图8: 全球智能眼镜市场主要厂商的出货份额

Meta HUAWEI RayNeo Xiaomi Oho sunshine Others



资料来源: Counterpoint、招商证券(香港)

图9: 左图: Meta Ray-Ban Display; 右图: 配备Neural Band的Meta AR眼镜; 下图: Oakley Meta Vanguard



资料来源: Meta、招商证券(香港)

图10: Meta折现自由现金流估值

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	164,500	196,759	230,442	262,876	297,247	333,139	370,033	407,313	444,275	480,149	514,119
同比增长	22%	20%	17%	14%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	7%
调整后 EBITDA	100,284	117,039	140,404	170,110	192,352	215,578	239,453	263,577	287,496	310,710	332,692
同比增长	41%	17%	20%	21%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	7%
调整后 EBITDA	61%	59%	61%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
减: 经营资金变动	2,537	-3,435	5,959	2,906	3,286	3,682	4,090	4,502	4,911	5,307	5,683
减: 资本支出	-37,256	-71,000	-101,000	-115,000	-35,670	-38,311	-40,704	-42,768	-44,428	-45,614	-46,271
收入占比	23%	36%	44%	44%	12%	12%	11%	11%	10%	10%	9%
无杠杆自由现金流	65,565	42,604	45,364	58,016	159,968	180,949	202,839	225,311	247,979	270,403	292,104
同比增长	46%	-35%	6%	28%	176%	13%	12%	11%	10%	9%	8%
自由现金流折现终值	38,612	37,259	43,186	107,917	110,631	112,392	113,144	112,857	111,529	109,189	4,098,607

WACC	
无风险利率	3.5%
Beta	1.20
股权风险溢价	6.0%
权益成本	10.7%
债务成本	4.0%
债务占比	5.0%
有效税率	12.1%
WACC	10.3%

每股权益价值 (百万美元)	
永续增长率	3.0%
自由现金流现值	896,717
终值现值	1,532,068
企业价值	2,428,785
2024年净负债 / (现金)	-48,989
权益价值	2,477,774
流通股数 (百万)	2,570
每股价值 (美元)	964

现金流折现敏感性测试						
	永续增长率	永续增长率				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
10.0%		590	606	624	644	668
10.2%		576	590	607	626	647
10.3%		562	576	964	608	628
11.2%		504	513	524	536	550
12.0%		457	464	472	480	490

现金流折现敏感性测试						
WACC	永续增长率	永续增长率				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
10.0%		13	13	13	14	14
10.2%		12	13	13	13	14
10.3%		12	12	21	13	13
11.2%		11	11	11	11	12
12.0%		10	10	10	10	10

目标价对应估值倍数	2023	2024E	2025E	2026E
市盈率 (倍)*	47	31	27	24
市销率 (倍)	18	15	13	11
P/FCF (倍)	55	38	58	55
EV/EBITDA (倍)	34	24	21	17

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测,*基于核心盈利

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	股价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		P/S (倍)	ROE (%)			2025E-2027E 年复合增速			26E 增速/25-27E 年复合增速		
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY25E	FY26E	收入	核心净利润	EBITDA	PEG	PSG	EV/EBITDA-G	
大型科技公司																			
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	252	3,050	18	15	18	17	8	31	28	12	13	14	1.3	0.7	1.2	
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	231	2,466	15	13	28	24	3	22	20	11	19	18	1.3	0.3	0.8	
META	META	META US	美元	780	1,960	19	16	22	19	9	38	35	16	13	20	1.5	0.6	0.9	
Tesla	特斯拉	TSLA US	美元	417	1,386	106	85	234	164	13	7	9	18	40	30	4.1	0.7	3.5	
Microsoft	微软	MSFT US	美元	508	3,779	22	19	36	33	11	33	29	15	15	14	2.1	0.8	1.6	
Apple	苹果	AAPL US	美元	238	3,530	24	23	32	30	8	177	181	5	6	6	5.0	1.5	4.2	
社交媒体/娱乐公司																			
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	734	153	56	40	113	55	17	0	0	14	67	36	0.8	1.2	1.6	
Netflix	Netflix	NFLX US	美元	1,208	513	37	31	45	39	18	44	44	12	20	19	1.9	1.5	1.9	
Roblox	罗布乐思	RBLX US	美元	136	94	676	150	-82	-122	15	n.a.	n.a.	25	n.a.	21	n.a.	0.6	32.2	
Duolingo	多邻国	DUOL US	美元	290	13	42	30	83	56	12	16	17	24	44	36	1.3	0.5	1.2	
Electronic Arts	艺电	EA US	美元	173	43	22	16	39	21	7	15	n.a.	5	43	n.a.	0.5	1.4	n.a.	
电商平台																			
Uber	Uber	UBER US	美元	95	197	23	18	25	23	8	33	30	15	13	24	1.8	0.5	1.0	
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	22	9	15	12	18	16	11	56	84	13	11	26	1.5	0.9	0.6	
DoorDash	DoorDash	DASH US	美元	268	114	40	29	65	47	11	19	23	20	37	34	1.3	0.6	1.2	
Shopify	Shopify	SHOP US	美元	152	197	101	77	103	82	14	12	15	23	29	33	2.9	0.6	3.1	
AI 公司																			
Palantir	Palantir	PLTR US	美元	177	420	213	155	250	185	74	26	26	36	37	37	5.0	2.1	5.8	
Applovin	Applovin	APP US	美元	622	210	49	36	69	47	29	159	113	28	35	31	1.3	1.0	1.6	
企业软件公司																			
Oracle	甲骨文	ORCL US	美元	297	843	37	27	68	43	13	71	57	19	37	31	1.1	0.6	1.2	
SAP	SAP	SAP US	美元	270	331	25	21	40	34	7	16	19	12	20	21	1.7	0.6	1.2	
IBM	IBM	IBM US	美元	265	247	17	16	23	22	4	34	31	4	7	6	3.1	0.8	3.0	
Salesforce	Salesforce	CRM US	美元	244	233	20	14	38	21	6	11	14	9	41	28	0.5	0.6	0.7	
Adobe	Adobe	ADBE US	美元	367	156	14	12	17	16	6	61	58	9	10	9	1.7	0.6	1.5	
Intuit	Intuit	INTU US	美元	675	188	33	21	49	29	9	20	26	12	39	32	0.7	0.7	1.0	
Service Now	Service Now	NOW US	美元	948	197	42	35	56	47	13	23	21	19	20	22	2.3	0.7	1.9	
ADP	ADP	ADP US	美元	291	118	19	18	29	27	5	76	61	6	8	6	3.2	0.9	3.2	
区块链公司																			
Block	Block	SQ US	美元	77	47	13	11	28	21	2	8	10	8	28	18	0.8	0.3	0.7	
中位数						25	21	39	30	10	26	27	14	20	22	2	1	2	

注: 股价采用2025年9月18日(所有市场); 资料来源: Visible Alpha、公司、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
现金及等价物	41,862	43,889	37,240	24,744	18,999
短期投资	23,541	33,926	37,319	41,050	45,156
应收账款	16,169	16,994	19,676	21,892	24,973
其他流动资产	3,793	5,236	5,498	5,773	6,061
总流动资产	85,365	100,045	99,732	93,459	95,189
股权投资	6,141	6,070	6,374	6,692	7,027
物业、厂房及设备	96,587	121,346	173,822	249,732	328,730
经营租赁资产	13,294	14,922	16,414	18,056	19,861
商誉	21,442	26,238	26,238	26,238	26,238
其他非流动资产	6,794	7,433	7,805	8,195	8,605
总非流动资产	144,258	176,009	230,652	308,913	390,461
总资产	229,623	276,054	330,384	402,372	485,650
应付账款	4,849	7,687	7,375	9,218	10,515
应计费用	25,488	23,967	22,993	28,739	32,784
其他流动负债	1,623	1,942	2,136	2,350	2,585
流动负债	31,960	33,596	32,504	40,307	45,884
长期负债	18,385	28,826	27,673	25,736	23,934
经营租赁负债	17,226	18,292	20,121	22,133	24,347
其他非流动负债	8,884	12,703	13,338	14,005	14,705
非流动负债	44,495	59,821	61,132	61,874	62,986
总负债	76,455	93,417	93,636	102,181	108,871
总权益	153,168	182,637	236,748	300,191	376,779
净债务	47,018	48,989	46,885	40,058	40,220
净现金/(债务)*	31%	27%	20%	13%	11%

现金流量表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
税前利润	39,098	62,360	71,418	79,183	94,271
折旧摊销	11,177	15,498	18,524	25,089	36,002
股权激励	14,027	16,690	19,391	22,646	25,815
运营资本变化	6,811	-3,220	-3,435	5,959	2,906
经营活动净现金	71,113	91,328	105,897	132,877	158,994
资本开支	-27,045	-37,256	-71,000	-101,000	-115,000
其他	2,550	-9,894	-3,696	-4,051	-4,440
投资活动净现金	-24,495	-47,150	-74,696	-105,051	-119,440
偿债	7,397	8,463	-1,153	-1,937	-1,802
回购	-19,775	-30,125	-30,873	-31,854	-35,796
股息支付	0	0	-5,824	-6,531	-7,702
其他融资活动	-111	-277	0	0	0
融资活动净现金	-19,500	-40,781	-37,851	-40,322	-45,299
汇兑损益	113	-786	0	0	0
现金净变动	27,231	2,611	-6,649	-12,496	-5,745
期初现金	15,596	42,827	43,889	37,240	24,744
期末现金	41,862	43,889	37,240	24,744	18,999

资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券(香港)预测

利润表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
收入	134,902	164,500	196,759	230,442	262,876
销售成本	25,959	30,162	36,873	46,088	52,575
毛利	108,943	134,338	159,885	184,354	210,301
销售费用	12,301	11,347	13,680	16,564	18,632
技术开发费用	38,483	43,872	53,827	61,886	66,733
一般管理费用	11,408	9,739	12,378	14,765	16,311
经营利润	46,751	69,380	80,000	91,140	108,625
非 GAAP 经营利润	60,778	86,070	99,391	113,785	134,440
非 GAAP EBITDA 利润	71,278	100,284	117,039	140,404	170,110
利息收入及其他	677	1,284	1,284	934	992
税前净利润	47,428	70,664	81,284	92,073	109,617
税费	8,330	8,304	9,867	12,890	15,346
报告净利润	39,098	62,360	71,418	79,183	94,271
非 GAAP 净利润	53,125	79,050	90,808	101,829	120,086
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	20.2	30.2	35.3	39.9	47.2
基本每股盈利 (美元)	15.2	24.6	28.2	31.6	37.7
摊薄每股盈利 (美元)	14.9	23.9	27.8	31.1	37.0

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增长率(%)					
收入	15.7	21.9	19.6	17.1	14.1
毛利	19.2	23.3	19.0	15.3	14.1
报告经营利润	61.5	48.4	15.3	13.9	19.2
非 GAAP 经营利润	48.5	41.6	15.5	14.5	18.2
报告净利润	68.5	59.5	14.5	10.9	19.1
非 GAAP 净利润	51.0	48.8	14.9	12.1	17.9
获利能力 (%)					
毛利	80.8		81.3	80.0	80.0
报告经营利润率	34.7	42.2	40.7	39.5	41.3
非 GAAP 经营利润率	45.1	52.3	50.5	49.4	51.1
非 GAAP EBITDA 利润率	52.8	61.0	59.5	60.9	64.7
报告净利润率	29.0	37.9	36.3	34.4	35.9
非 GAAP 净利润率	39.4	48.1	46.2	44.2	45.7
ROE	38.1	47.1	43.3	37.9	35.5

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828