

3Q 收入超预期，新商业模式蓄势待发

华泰研究

季报点评

2025 年 10 月 30 日 | 美国

Meta 3Q 营收同比增长 26%至 512 亿美元，超 VA 一致预期 3%（下同）。净利润同比下降 83%至 27 亿美元，主系美国“大而美”法案 159.3 亿一次性税负影响，剔除影响后利润同比增长 19%至 186 亿美元，超预期 9%。分业务看，①广告收入同比增长 26%至 501 亿美元，单用户收入同比增长 18%，增速显著加快。②FOA 其他收入同比增长 59%至 6.9 亿美元。③Reality Labs 收入同比增长 74%至 4.7 亿美元，主因 Quest 头显、9 月发布的 AI 眼镜销售情况良好。展望 25-26 年，Meta 的核心投资逻辑来自：①Reels 用户突破 30 亿，年化收入已超 500 亿美元，3Q 总时长和广告加载率及转化率持续提升，②AI 进展突破：社交应用上线智能客服 Business AI，发布 AI 视频创作平台 Vibes；③WhatsApp 与 Threads 商业化进程加快，前者广告功能 26 年有望实现全球推广。维持“买入”评级。

Capex 指引上调，AI 基建投入持续加码

Meta 3Q Capex 194 亿美元，同比+111%，并将 25 年指引上调至 700 - 720 亿美元（前值 660-720 亿），公司预计 26 年 Capex 增速将高于 25 年，主因基建及 AI 相关人力成本上升。3Q 云基建方面进展：①Meta 与谷歌云签订 100 亿美元合作协议，并正与 Oracle 洽谈约 200 亿美元的云计算合作；②3Q 新开工 1GW 级数据中心。

Reels 年化收入超 500 亿美元,WhatsApp 商家广告收入+60%yoy

3Q 公司广告收入同比增长 26%，未来驱动力主要来自 Reels，以及 AI 驱动广告 ROI 提升。Instagram MAU 突破 30 亿，带动 Reels 年化收入超 500 亿美元，观看时长同比+30%；Threads DAU 亦超过 1.5 亿。WhatsApp 广告商业化进程加快，公司预计 26 年完成全球推广，3Q Click-to-WhatsApp 广告（即广告跳转至 WhatsApp 商家）收入同比增长 60%。公司表示 AI 广告工具年化收入已超 600 亿美元，显著促进广告转化与用户时长提升，3Q 重点改善情况：①Lattice 在 App 广告中应用后，转化率提升近 3%；②推荐系统优化带动 Threads 使用时长增加 10%；③Advantage+助力平均获客成本下降 14%；④公司测试新广告排序模型，Instagram 转化率提升 2%+。

自研芯片 V3 将于 26 年部署，视频 AI 创作平台 Vibes 上线

Meta 正处于 AI 战略重塑期。短期内，团队重组放缓研发进度，Llama 4.X（TBD Lab 首代产品）计划于年末推出。公司正加大核心模型研发投入，Meta Superintelligence Labs 持续整合架构，TBD Lab 加速吸纳核心人才。芯片方面，MTIA v3 采用 3nm 工艺，仍在开发阶段，我们预计 26 年首度部署。3Q 公司推出多项 AI 应用：①上线智能客服 Business AI，覆盖 Instagram 与 Facebook 等 app，可自动回复咨询、进行导购推荐，有助于将高意向用户回流广告系统，促进再营销与复投；②发布 AI 视频创作平台 Vibes，集成于 Meta AI 应用，未来在社交类 AIGC 视频领域有望实现突破。

盈利预测与估值

我们上调 25-27 年公司营收预测 2/4.8/5.5%至 2007 亿、2368 亿、2693 亿美元，主系 Meta 25 年广告受益于 AI，impression 和价格均呈现较快增长，同时远期加大 AI 研发投入，有望进一步巩固用户护城河。我们调整 25-27 年净利润预测-18.6/4.5/6.4%至 597、794、918 亿美元，25 年下调主系公司一次性的税务费用。我们基于 PE 估值，给予 Meta 目标价 900 美元（前值 871 美元），对应 26 年 29.2 倍 PE（前值 25 年 30.4 倍），将公司估值改为小幅折价，主因公司 AI 模型进展相对缓慢。维持“买入”评级。

风险提示：用户增长不及预期、短视频竞争加剧、隐私政策调整和罚款。

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

900.00

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄航

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

何翩翩

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

牟睿捷*

SAC No. S0570125070004

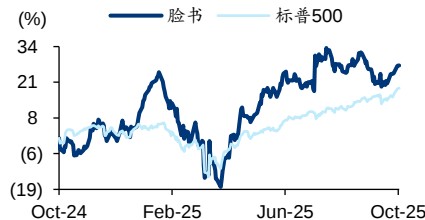
联系人

mouruijie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(美元 截至 10 月 29 日)	751.67
市值(美元百万)	1,888,301
6 个月平均日成交额(美元百万)	8,604
52 周价格范围(美元)	479.11-795.71

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	164,500	200,725	236,836	269,257
+/-%	21.94	22.02	17.99	13.69
归属母公司净利润(百万)	62,360	59,748	79,364	91,788
+/-%	59.50	(4.19)	32.83	15.65
EPS(最新摊薄)	23.87	23.30	30.95	35.80
ROE(%)	37.14	30.05	30.82	26.37
PE(倍)	31.50	32.26	24.28	21.00
PB(倍)	10.47	8.90	6.38	4.83
EV EBITDA(倍)	22.67	19.13	15.92	12.71
股息率(%)	0.27	0.29	0.29	0.34

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 3O25 公司财务数据

美元（百万）	USD mn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	3Q VA Cons	VS. Cons	4Q VA Cons	4Q指引	FY2025指引
财务数据	Financials												
GAAP收入	Revenue	36,455	39,071	40,589	48,385	42,314	47,516	51,242	49,550	3.4%	57,370	56-59B	
YOY（%）	YOY（%）	27.3%	22.1%	18.9%	20.6%	16.1%	21.6%	26.2%					
毛利	Gross Profit	29,815	30,232	33,214	39,546	34,742	39,025	42,036	40,292	4.3%	46,299		
YOY（%）	YOY（%）	32.3%	16.0%	18.9%	22.0%	16.5%	29.1%	26.6%					
毛利率	GPM	81.8%	77.4%	81.8%	81.7%	82.1%	82.1%	82.0%	81.3%	0.7pp	80.7%		
毛利率同比变动（pp）	YOY（pp）	3.1pp	-4.0pp	0.0pp	0.9pp	0.3pp	4.8pp	0.2pp					
经营利润	Operating Profit	13,818	14,847	17,350	23,365	17,555	20,441	20,535	19,563	5.0%	23,718		
YOY（%）	YOY（%）	91.2%	58.1%	26.2%	42.6%	27.0%	37.7%	18.4%					
经营利润率	OPM	37.9%	38.0%	42.7%	48.3%	41.5%	43.0%	40.1%	39.5%	0.6pp	41.3%		
经营利润率同比变动（pp）	YOY（pp）	12.7pp	8.6pp	2.5pp	7.4pp	3.6pp	5.0pp	-2.7pp					
净利润	Consolidated Net Profit	12,369	13,465	15,688	20,838	16,644	18,337	2,709	17,151	-84.2%	20,737		
剔除一次性费用后净利润		12,369	13,465	15,688	20,838	16,644	18,337	18,639	17,151	8.7%			
	大而美法案159.3亿一次性税负影响，加回后净利润19%yoy												
YOY（%）	YOY（%）	116.7%	72.9%	35.4%	48.7%	34.6%	36.2%	-82.7%					
净利率	NPM (% Revenue)	33.9%	34.5%	38.7%	43.1%	39.3%	38.6%	5.3%	34.6%	-29.3pp	36.1%		
净利率同比变动（pp）	YOY（pp）	14.0pp	10.1pp	4.7pp	8.1pp	5.4pp	4.1pp	-33.4pp					
自由现金流量	Free cash flow	12,531	10,898	15,522	13,152	10,334	8,549	10,625					
YOY（%）	YOY（%）	81.3%	-0.5%	13.8%	14.3%	-17.5%	-21.6%	-31.5%					
资本支出	Capital Expenditures	6,715	8,472	9,202	14,836	13,692	17,012	19,374					全年Capex：70-72B （前值：66-72B）
YOY（%）	YOY（%）	-5.2%	33.3%	36.1%	87.8%	103.9%	100.8%	110.5%					
经营费用（GAAP）	Operating Expense												总花费：116-118B （前值114-118B）
营销费用	S&M exp	2,564	2,721	2,822	3,240	2,757	2,979	2,845	3,256	-12.6%	3,709		
YOY（%）	YOY（%）	-15.8%	-13.7%	-1.9%	0.4%	7.5%	9.5%	0.8%					
营销费用率	% of Revenue	7.0%	7.0%	7.0%	6.7%	6.5%	6.3%	5.6%	6.6%	-1.0pp	6.5%		
研发费用	R&D exp	9,978	10,537	11,177	12,180	12,150	12,942	15,144	14,268	6.1%	15,541		
YOY（%）	YOY（%）	6.4%	12.8%	21.0%	15.8%	21.8%	22.8%	35.5%					
营销费用率	% of Revenue	27.4%	27.0%	27.5%	25.2%	28.7%	27.2%	29.6%	28.8%	0.8pp	27.1%		
管理费用	G&A exp	3,455	3,658	1,865	761	2,280	2,663	3,512	2,853	23.1%	3,058		
YOY（%）	YOY（%）	19.8%	-12.2%	-9.9%	-66.8%	-34.0%	-27.2%	88.3%					
营销费用率	% of Revenue	9.5%	9.4%	4.6%	1.6%	5.4%	5.6%	6.9%	5.8%	1.1pp	5.3%		
经营数据	Operating Metrics												
-日活跃用户数量（十亿）	-DAP (bn)	3.24	3.27	3.29	3.35	3.43	3.48	3.54	3.47	1.9%	3.52		
YOY（%）	YOY（%）	7.3%	6.5%	4.8%	5.0%	5.9%	6.4%	7.6%					
-ARPP 单用户收入（美元）	-ARPP (USD)	11.20	11.89	12.29	14.25	12.36	13.65	14.46	14.17	2.0%	16.05		
YOY（%）	YOY（%）	18.3%	14.1%	12.4%	15.6%	10.4%	14.8%	17.7%					
业务经营数据	Segment	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25					
美元（百万）													
FoA收入	Family of Apps revenue	36,015	38,718	40,319	47,302	41,902	47,146	50,772	49,236	3.1%	56,160		
YOY（%）	YOY（%）	27.2%	22.1%	18.8%	21.2%	16.3%	21.8%	25.9%					
广告收入	Advertising revenue	35,635	38,329	39,885	46,783	41,392	46,563	50,082	48,633	3.0%	55,479		
YOY（%）	YOY（%）	26.8%	21.7%	18.6%	20.9%	16.2%	21.5%	25.6%					
其他收入	Other FoA revenue	380	389	434	519	510	583	690	603	14.4%	681		
Reality Labs收入	Reality Labs revenue	440	353	270	1,083	412	370	470	314	49.6%	1,213		
YOY（%）	YOY（%）	29.8%	27.9%	28.6%	1.1%	-6.4%	4.8%	74.1%					
细分地区经营数据	Geographic Results	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25					
美国和加拿大	UCAN												
-收入（百万美元）	-Revenue (\$mn)	15,824	16,847	17,609	21,783	18,605	20,371	21,751	19,714	10.3%	20,433		
YOY（%）	YOY（%）	21.3%	16.8%	15.9%	17.2%	17.6%	20.9%	23.5%					
欧洲 Europe Revenue	EU												
-收入（百万美元）	-Revenue (\$mn)	8,483	9,300	9,492	11,503	9,680	11,532	12,268	10,669	15.0%	10,895		
YOY（%）	YOY（%）	33.7%	27.0%	22.1%	21.8%	14.1%	24.0%	29.2%					
亚太地区 Asia-Pacific Revenue	Asia Pacific												
-收入（百万美元）	-Revenue (\$mn)	7,481	7,888	8,220	9,245	8,439	9,366	10,272	8,906	15.3%	9,284		
YOY（%）	YOY（%）	25.5%	21.1%	18.6%	23.1%	12.8%	18.7%	25.0%					
其他地区 Rest of the world Revenue	Rest of World												
-收入（百万美元）	-Revenue (\$mn)	4,667	5,036	5,268	5,854	5,590	6,247	6,951	5,773	20.4%	6,102		
YOY（%）	YOY（%）	41.8%	34.7%	23.9%	28.0%	19.8%	24.0%	31.9%					

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

Meta 2025 Connect 大会：推出消费级 AR 眼镜 Ray-Ban Display

Ray-Ban Display 智能眼镜实现显著升级，并通过与 Meta AI 的深度融合，进一步强化了 Meta 社交生态的软硬件一体化布局，推动用户使用时长持续增长。目前 Ray-Ban Display 在美国市场表现强劲，线下零售渠道供不应求，试戴预约火爆。

Meta 2025 Connect 大会推出 Ray-Ban Meta Gen2、Ray-Ban Display 和 Oakley Vanguard 三款 AI 智能眼镜产品，主要亮点包括：

1) Ray-Ban Meta Gen2: 相较于 Gen1, 续航能力显著提升, 摄像头性能优化, 并新增对话聚焦功能。本次 Live AI 能力升级, 续航提升, 支持连续与 AI 语音交互, 并对眼前场景进行识别与提问。

2) Ray-Ban Display: 首次搭载 HUD 抬头显示系统, 可在镜片上显示短信、视频通话、取景画面及 AI 交互内容。设备配备神经手环, 支持微手势操控, 可完成字母输入、音量调节等操作, 显著提升交互效率与沉浸体验。

3) Oakley Vanguard: Oakley Vanguard 面向运动场景, 与 Garmin 等健身平台深度联动, 支持实时训练监测与运动数据总结。硬件大幅升级, 具备 3K 视频录制、122° 超广视角功能, 并支持抗风噪、防水防尘。续航最长 9 小时, 满足高强度运动及户外使用需求。

图表2: Meta 2025 Connect 大会推出 Ray-Ban Meta Gen2、Ray-Ban Display 和 Oakley Vanguard 三款智能眼镜

	Ray-Ban Meta Gen2		Ray-Ban Display	Oakley Vanguard
	对比前代: Ray-Ban Meta Gen1	Ray-Ban Meta Gen2		
应用场景	日常通用	日常通用	首款消费级 HUD (抬头显示器) 眼镜	运动场景
电池续航	电池	4小时 (Meta AI 可运行 30 分钟)	8小时 (Meta AI 可连续运行 1-2 小时)	6小时
	充电盒	36小时续航	48小时续航	30小时续航
相机	1200万像素超广角摄像头	3K 超高清视频拍摄功能, 并配备超广角 HDR	1200万像素摄像头, 支持 3 倍变焦	配备 122° 超广角视野的 1200 万像素摄像头, 支持 3K 超高清录制
存储容量	32GB 闪存	32GB 闪存	32GB 闪存	32GB 闪存
基础功能		支持拍照、音视频通话、实时翻译		
功能	AI	Live AI: 唤醒后支持与 AI 对话, AI 具备视觉理解能力, 并支持语音交互 Live AI 较前代续航时间加长	Meta AI 即时辅助、翻译、字幕、导航、视频通话 • 支持 Live AI	可向 Meta AI 查询运动数据, 并与 Garmin 及其他运动追踪 app 配合 • 支持 Live AI
	多模式交互	支持音频、视觉交互	支持音频、视觉交互	★支持音频、视觉交互 ★配备神经腕带: 通过检测用户微动作, 实现选音乐、手势打字输入等
	其他	-	对话聚焦: 可在嘈杂环境中把对话人声调高 首款 HUD (抬头显示器): 眼镜内置显示屏可显示短信、视频通话、地图导航、Meta AI 的提问界面等	★支持音频、视觉交互 ★音频抗风: 在风速每小时 48 公里的环境下, 仍能输出高质量音频 防护等级: 符合 IP67 防护等级, 防尘、防汗、防水
售价	299 美元	379 美元	799 美元	499 美元
发售时间	2023 年 10 月 17 日	2025 年 9 月 17 日	2025 年 9 月 30 日	2025 年 10 月 21 日

资料来源: Meta 官网, 华泰研究

Meta 同步发布元宇宙系列的 Horizon 系列产品:

Horizon Studio: 元宇宙创作工具, 集成生成式 AI, 用户可通过文字一键生成虚拟世界或角色, 也可在 VR 中通过拖拽方式搭建街区、演唱会舞台等场景。

Horizon Engine: 3D VR 内容引擎, 加载与渲染速度提升 4 倍, 支持百人同场, 是前代引擎的 5 倍。新增 Hyperscape capture 功能, 用户使用 Quest 头显扫描房间数分钟, 即可生成沉浸式虚拟世界。公司表示, 未来该功能有望拓展至智能眼镜及社交媒体平台。

Horizon TV: 元宇宙娱乐平台, 与 Disney 等流媒体合作, 提供影视、体育、音乐等内容, 后续将支持 3D 环绕声与 3D 视野体验。

图表3: Horizon Studio 引入 AI 简化 VR 开发



资料来源: Meta 官网, 华泰研究

图表4: 用户可使用 Quest 头盔将现实环境转化为虚拟环境



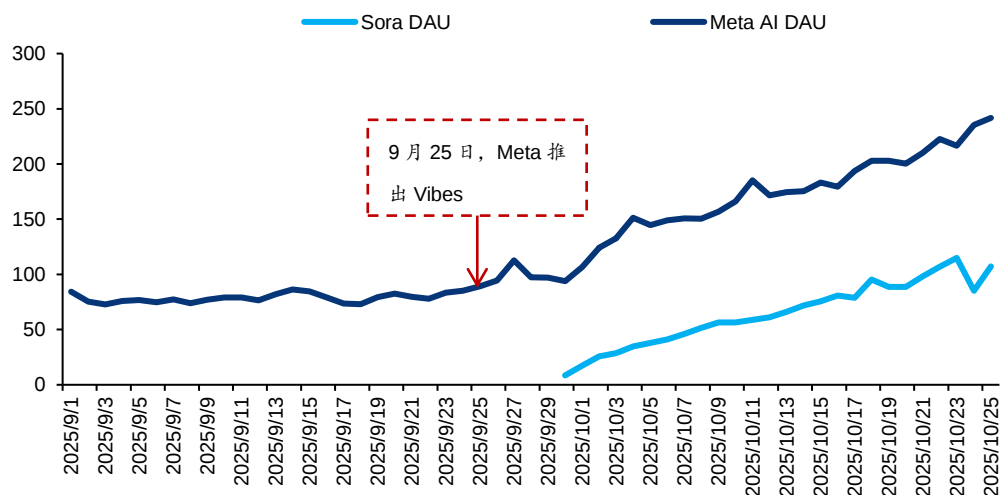
资料来源: Meta 官网, 华泰研究

AI 视频功能 Vibes 显著提升 Meta AI DAU

受 Sora app 带动, C 端社交性 AI 视频赛道快速扩容, 而 Vibe 凭借更强的社交属性、更低的使用门槛, 构筑差异化竞争壁垒, 用户量持续攀升, 截至 10 月 25 日, Meta AI 日活跃用户达 241.7 万, 环比增长 171% (SensorTower)。

9 月, Meta AI 推出 AI 视频功能 Vibes, 用户可通过输入提示词生成视频, 或在既有短视频基础上二创, 通过添加音乐、替换画面元素等方式生成全新内容。生成作品可发布至 Vibes 信息流、私信分享, 亦可一键同步至 Instagram 和 Facebook 的 Stories 及 Reels。

图表5: Vibes 和 Sora2 推出后, Meta AI 日活跃用户数出现显著提升 (单位: 万人)



资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

Business AI 赋能商家运营

我们认为, Business AI 既能提升商家客服效率, 也可将高意向用户回流至广告系统, 实现再营销与复投。

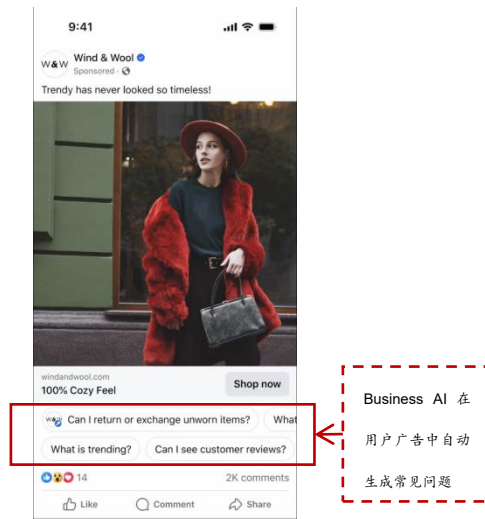
10 月 Meta 推出 Business AI, 即运行于 Facebook、Instagram 等平台的企业级 AI 助手, 可自动回复咨询、推荐商品、引导下单及处理售后。此工具支持定制化销售客服, 基于客户需求实时生成专属推荐, 并提供便捷购买路径; 同时 Business AI 可自动整理常见问题, 用户点击即可获得 AI 解答。商家可在 Meta Business Suite 中查看对话与绩效分析。以 Julep Beauty 为例, 借助 Business AI 后广告 ROI 提升 13%。

图表6: Business AI 可在 WhatsApp 提供定制化的自动回答



资料来源: Facebook 官网, 华泰研究

图表7: Business AI 可在广告中设置常见问题并快速解答



资料来源: Facebook 官网, 华泰研究

Meta Superintelligence Labs 架构重组

公司正加大核心模型研发投入, 自 6 月 Alexandr Wang 组建 MSL 以来, 持续整合架构。10 月虽裁撤约 600 人, 但模型团队 TBD Lab 逆势扩张, 先后吸纳前 OpenAI 成员、GPT-4.5 与 o1 核心科学家 Ananya Kumar 及 Andrew Tulloch 等人才加入。当前, MSL 已划分为四个实验室: FAIR 负责基础研究与理论创新, TBD 专注核心模型攻坚, Products & Applied Research 聚焦产品化与 AI 应用, MSL Infra 提供算力与基础设施支持。

图表8: Meta Family of Apps 的用户数据保持相对稳定的趋势

日期	Year-on-year growth rate of MAU on mobile devices				Year-on-year growth rate of time spent on mobile devices			
	Facebook	Instagram	Messenger	WhatsApp	Facebook	Instagram	Messenger	WhatsApp
2023-01	2.2%	6.4%	-4.4%	6.9%	2.7%	17.1%	-4.7%	-1.9%
2023-02	2.5%	6.7%	-4.5%	7.0%	2.7%	22.3%	-6.3%	-0.4%
2023-03	1.4%	6.8%	-4.5%	7.0%	0.4%	27.1%	-7.3%	1.0%
2023-04	2.5%	6.9%	-3.8%	6.5%	2.9%	28.7%	-3.3%	0.2%
2023-05	1.9%	6.6%	-5.0%	6.4%	-1.1%	27.9%	-6.4%	1.9%
2023-06	1.9%	6.7%	-5.2%	6.0%	-0.2%	29.3%	-8.9%	1.3%
2023-07	2.2%	6.9%	-5.9%	6.2%	0.1%	31.8%	-7.1%	2.1%
2023-08	1.8%	6.8%	-5.7%	6.1%	1.0%	32.5%	-6.7%	2.2%
2023-09	2.2%	6.6%	-5.9%	6.5%	3.2%	30.7%	-6.8%	3.0%
2023-10	1.9%	5.9%	-6.9%	6.3%	3.9%	26.3%	-6.2%	2.8%
2023-11	2.0%	5.9%	-7.5%	6.2%	1.9%	24.3%	-5.5%	2.3%
2023-12	2.1%	4.6%	-9.1%	6.1%	0.5%	20.2%	-5.9%	0.6%
2024-01	2.0%	5.2%	-9.4%	6.2%	0.5%	19.1%	-5.1%	2.5%
2024-02	2.0%	5.2%	-7.3%	7.2%	2.7%	22.4%	-0.8%	6.5%
2024-03	3.5%	5.8%	-7.5%	7.4%	3.3%	19.2%	-5.7%	2.5%
2024-04	2.7%	5.2%	-7.7%	7.3%	2.0%	14.1%	-1.7%	6.4%
2024-05	3.2%	5.4%	-7.3%	7.3%	1.4%	15.9%	-2.4%	4.7%
2024-06	4.0%	5.5%	-6.4%	7.7%	-0.4%	16.2%	-5.8%	3.6%
2024-07	3.0%	4.8%	-6.8%	7.5%	-2.8%	10.9%	-6.2%	5.3%
2024-08	4.0%	4.4%	-7.3%	7.4%	-3.2%	7.2%	-3.0%	5.6%
2024-09	2.8%	4.9%	-7.2%	7.2%	-7.2%	9.0%	-4.9%	5.8%
2024-10	3.2%	4.6%	-5.4%	7.2%	-8.4%	6.6%	-6.7%	6.6%
2024-11	3.0%	3.9%	-4.0%	7.1%	-5.5%	3.2%	-6.1%	6.5%
2024-12	2.4%	4.8%	-1.5%	7.2%	-4.2%	5.5%	-7.4%	7.4%
2025-01	2.7%	4.2%	-1.3%	6.9%	-4.6%	6.1%	-7.7%	7.2%
2025-02	2.1%	4.0%	-3.9%	6.0%	-6.7%	4.3%	-10.8%	3.5%
2025-03	1.0%	3.9%	-3.4%	5.5%	-4.3%	8.2%	-6.6%	5.5%
2025-04	1.2%	4.0%	-3.7%	5.5%	-4.4%	9.3%	-11.3%	5.1%
2025-05	0.9%	4.2%	-4.2%	5.6%	-2.2%	10.7%	-14.7%	4.5%
2025-06	-0.5%	3.8%	-5.4%	5.3%	-1.7%	11.5%	-9.3%	4.2%
2025-07	0.0%	3.9%	-4.5%	5.3%	-1.4%	13.0%	-4.0%	4.0%
2025-08	-0.6%	5.1%	-3.7%	5.1%	-1.8%	18.3%	-7.8%	2.6%
2025-09	-0.2%	5.1%	-2.9%	4.8%	1.6%	18.5%	-8.5%	3.7%

日期	Year-on-year growth rate of DAU on mobile devices				DAU/MAU ratio			
	Facebook	Instagram	Messenger	WhatsApp	Facebook	Instagram	Messenger	WhatsApp
2023-01	1.6%	8.9%	-3.6%	8.3%	66.2%	73.0%	46.1%	83.5%
2023-02	0.7%	8.4%	-3.6%	7.4%	65.1%	70.1%	41.7%	80.6%
2023-03	1.2%	7.7%	-4.7%	7.5%	66.0%	72.2%	43.3%	84.3%
2023-04	2.0%	10.0%	-3.6%	6.2%	66.3%	74.8%	45.2%	88.2%
2023-05	4.7%	8.7%	-0.9%	6.6%	65.8%	74.5%	45.3%	86.1%
2023-06	0.9%	8.7%	-6.7%	5.4%	66.0%	74.7%	45.3%	87.3%
2023-07	1.1%	9.8%	-6.1%	5.4%	65.7%	74.6%	44.9%	87.3%
2023-08	1.7%	9.4%	-3.9%	6.0%	65.8%	74.7%	44.4%	85.1%
2023-09	1.2%	9.0%	-5.8%	5.8%	65.9%	74.9%	45.4%	87.2%
2023-10	2.6%	9.4%	-6.5%	5.8%	65.8%	75.1%	45.1%	87.7%
2023-11	1.6%	7.6%	-6.4%	5.8%	66.0%	76.1%	44.9%	88.0%
2023-12	2.7%	7.4%	-6.1%	5.9%	65.4%	75.0%	44.8%	87.8%
2024-01	1.4%	4.9%	-10.8%	4.3%	66.4%	78.0%	48.7%	88.6%
2024-02	3.2%	6.2%	-6.5%	6.1%	65.8%	76.7%	45.6%	88.6%
2024-03	2.5%	6.9%	-5.4%	7.4%	65.2%	76.6%	45.3%	88.3%
2024-04	2.5%	6.1%	-8.7%	7.6%	65.3%	76.1%	46.3%	88.8%
2024-05	3.3%	5.4%	-7.4%	7.3%	63.6%	77.0%	43.9%	88.5%
2024-06	3.8%	7.0%	-7.2%	7.2%	65.8%	76.8%	46.8%	89.3%
2024-07	4.4%	5.7%	-5.4%	8.1%	65.1%	76.4%	45.9%	88.6%
2024-08	3.7%	4.8%	-7.1%	7.6%	65.2%	76.4%	44.9%	88.4%
2024-09	3.7%	5.2%	-7.6%	6.6%	65.7%	77.2%	46.0%	89.3%
2024-10	2.0%	3.6%	-4.7%	8.1%	65.3%	77.0%	45.6%	88.5%
2024-11	3.2%	6.1%	-5.4%	7.2%	65.5%	77.3%	46.0%	89.0%
2024-12	2.7%	5.0%	-4.3%	6.5%	64.5%	76.9%	45.4%	89.0%
2025-01	2.4%	5.2%	-0.8%	8.4%	66.1%	79.8%	49.1%	89.8%
2025-02	2.1%	4.8%	-3.9%	6.1%	64.7%	78.0%	46.0%	88.9%
2025-03	0.9%	4.9%	-2.3%	5.1%	65.1%	77.3%	45.2%	88.7%
2025-04	1.1%	4.7%	-2.4%	5.5%	65.0%	78.4%	46.4%	88.5%
2025-05	0.0%	4.5%	-5.0%	5.0%	65.4%	78.5%	45.8%	88.7%
2025-06	-0.4%	4.0%	-5.5%	4.8%	65.1%	78.3%	46.1%	88.8%
2025-07	-0.9%	3.8%	-5.8%	4.9%	64.4%	78.5%	45.8%	87.9%
2025-08	-1.7%	5.1%	-4.8%	4.7%	65.1%	78.3%	45.7%	88.3%
2025-09	-0.9%	4.9%	-3.0%	5.2%	65.1%	79.0%	46.0%	88.7%

资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

盈利预测

我们上调 25-27 年公司营收预测 2/4.8/5.5%至 2007 亿、2368 亿、2693 亿美元，主系 Meta 25 年广告受益于 AI，impression 和价格均呈现较快增长，同时远期加大 AI 研发投入，有望进一步巩固用户护城河。我们调整 25-27 年净利润预测-18.6/4.5/6.4%至 597、794、918 亿美元，25 年下调主系公司一次性的税务费用。

图表9：Meta 盈利预测

Meta财务预测											
美元 (百万)	USD mn	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E
1. 收入	1.Revenue	134,902	164,500	200,725	236,836	269,257	42,314	47,516	51,242	59,653	51,509
YOY (%)	YOY (%)	15.7%	21.9%	22.0%	18.0%	13.7%	16.1%	21.6%	26.2%	23.3%	21.7%
a.Family of Apps (FOA)	a.Family of Apps (FOA)	133,006	162,354	198,536	234,253	266,158	41,902	47,146	50,772	58,716	51,014
YOY (%)	YOY (%)	16.2%	22.1%	22.3%	18.0%	13.6%	16%	22%	26%	24%	22%
i.广告业务	i.Advertising	131,948	160,632	195,988	230,864	261,989	41,392	46,563	50,082	57,951	50,300
YOY (%)	YOY (%)	16.1%	21.7%	22.0%	17.8%	13.5%	16.2%	21.5%	25.6%	23.9%	21.5%
北美地区	US & Canada	59,581	68,972	76,212	82,131	87,658	22,691	22,512	22,652	8,357	24,515
YOY (%)	YOY (%)	13.3%	15.8%	10.5%	7.8%	6.7%	46.9%	35.7%	32.3%	-57.8%	8.0%
欧洲地区	Europe	30,417	35,959	40,210	43,628	46,464	12,579	12,553	11,561	3,518	13,648
YOY (%)	YOY (%)	20.1%	18.2%	11.8%	8.5%	6.5%	51.1%	37.4%	32.5%	-64.0%	8.5%
亚洲地区	Asia-Pacific	26,473	30,911	35,464	39,897	44,286	11,891	12,154	12,105	-687	13,378
YOY (%)	YOY (%)	14.2%	16.8%	14.7%	12.5%	11.0%	62.1%	57.4%	56.9%	-108.4%	12.5%
其他地区	Rest of World	15,477	18,927	22,233	25,790	29,272	7,825	8,437	8,198	-2,227	9,077
YOY (%)	YOY (%)	23.4%	22.3%	17.5%	16.0%	13.5%	73.2%	72.9%	73.8%	-146.3%	16.0%
ii. 其他业务	ii.Other Revenue	1,058	1,722	2,549	3,390	4,169	510	583	690	766	714
YOY (%)	YOY (%)	30.9%	62.8%	48.0%	33.0%	34.2%	34.2%	49.9%	59.0%	47.5%	40.0%
b.Reality Labs	b.Reality Labs	1,896	2,146	2,189	2,583	3,100	412	370	470	937	494
YOY (%)	YOY (%)	-12.2%	13.2%	2.0%	18.0%	20.0%	-6.4%	4.8%	74.1%	-13.5%	20.0%
2. 毛利润	2.Gross Profit	108,943	134,338	164,523	190,569	213,964	34,742	39,025	42,036	48,720	42,034
YOY (%)	YOY (%)	19.2%	23.3%	22.5%	15.8%	12.3%	16.5%	22.9%	26.6%	23.2%	21.0%
毛利率	GPM	80.8%	81.7%	82.0%	80.5%	79.5%	82.1%	82.1%	82.0%	81.7%	81.6%
3. 经营利润	3.Operating Profit	46,751	69,380	83,230	88,966	101,414	17,555	20,441	20,535	24,699	19,370
YOY (%)	YOY (%)	61.5%	48.4%	20.0%	6.9%	14.0%	27.0%	37.7%	18.4%	5.7%	10.3%
经营利润率	OPM	34.7%	42.2%	41.5%	37.6%	37.7%	41.5%	43.0%	40.1%	41.4%	37.6%
a.Family of Apps (FOA)	a.Family of Apps (FOA)	62,871	87,109	101,230	109,050	122,482	21,765	24,971	24,967	29,527	23,870
YOY (%)	YOY (%)	47.4%	38.6%	16.2%	7.7%	12.3%	23.2%	29.1%	14.6%	4.2%	9.7%
经营利润率	Segment OPM	47.3%	53.7%	51.0%	46.6%	46.0%	51.9%	53.0%	49.2%	50.3%	46.8%
b.Reality Labs	b.Reality Labs	-16,120	-17,729	-18,000	-20,084	-21,068	-4,210	-4,530	-4,432	-4,828	-4,500
YOY (%)	YOY (%)	17.5%	10.0%	1.5%	11.6%	4.9%	9.5%	0.9%	0.1%	-2.8%	6.9%
经营利润率	Segment OPM	-850.2%	-826.1%	-822.3%	-777.6%	-679.7%	-1021.8%	-1224.3%	-943.0%	-515.3%	-910.2%
研发费用	R&D exp	38,483	43,872	57,608	73,419	82,662	12,150	12,942	15,144	17,372	16,483
收入占比	Share of Revenue	28.5%	26.7%	28.7%	31.0%	30.7%	28.7%	27.2%	29.6%	29.1%	32.0%
管理费用	G&A exp	11,408	9,739	11,843	13,500	14,001	2,280	2,663	3,512	3,388	3,091
收入占比	Share of Revenue	8.5%	5.9%	5.9%	5.7%	5.2%	5.4%	5.6%	6.9%	5.7%	6.0%
销售费用	Marketing exp	12,301	11,347	11,843	14,684	15,886	2,757	2,979	2,845	3,262	3,091
收入占比	Share of Revenue	9.1%	6.9%	5.9%	6.2%	5.9%	-6.5%	-6.3%	-5.6%	-5.5%	-6.0%
4. 税前利润	Income Before Taxes	47,428	70,664	85,722	91,223	105,504	18,382	20,534	21,663	25,143	19,835
有效税率	Effective tax rate	-17.6%	-11.8%	-30.3%	-13.0%	-13.0%	-9.5%	-10.7%	-87.5%	-12.3%	-13.0%
5. 净利润	Net Income	39,098	62,360	59,748	79,364	91,788	16,644	18,337	2,709	22,058	17,256
YOY (%)	YOY (%)	68.5%	60.5%	-2.7%	35.1%	18.0%	35%	36%	-83%	6%	4%
净利率	NPM	29.0%	37.9%	29.8%	33.5%	34.1%	39.3%	38.6%	5.3%	37.0%	33.5%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：华泰盈利预测变动 VS VA 一致预期

(美元, 百万)		2025E			2026E			2027E		
		前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入		196,746	200,725	2.0	226,077	236,836	4.8	255,307	269,257	5.5
毛利润		160,711	164,523	2.4	177,887	190,569	7.1	198,334	213,964	7.9
经营利润		80,635	83,230	3.2	83,613	88,966	6.4	94,424	101,414	7.4
GAAP净利润		73,435	59,748	-18.6	75,923	79,364	4.5	86,247	91,788	6.4
(%)										
		前值	新值	变动 (pp)	前值	新值	变动 (pp)	前值	新值	变动 (pp)
毛利率		81.7%	82.0%	0.3	78.7%	80.5%	1.8	77.7%	79.5%	1.8
经营利润率		41.0%	41.5%	0.5	37.0%	37.6%	0.6	37.0%	37.7%	0.7
净利率		37.3%	29.8%	-7.6	33.6%	33.5%	(0.1)	33.8%	34.1%	0.3

(美元, 百万)		2025E			2026E			2027E		
		华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入		200,725	196,773	2.0	236,836	229,762	3.1	269,257	264,475	1.8
毛利润		164,523	160,472	2.5	190,569	184,172	3.5	213,964	209,409	2.2
经营利润		83,230	81,288	2.4	88,966	88,008	1.1	101,414	101,219	0.2
GAAP净利润		59,748	72,751	-17.9	79,364	76,797	3.3	91,788	87,649	4.7

资料来源：Visible Alpha，华泰研究预测

公司估值

我们基于 PE 估值，给予 Meta 目标价 900 美元（前值 871 美元），对应 26 年 29.2 倍 PE（前值 25 年 30.4 倍），对比可比公司 29.9 倍 PE 均值，我们将公司估值从小幅溢价改为小幅折价，主因公司 AI 模型进展相对缓慢，维持“买入”评级。

图表11：公司估值

Meta 公司估值	Meta Valuation	2026E
2026年净利润，百万美元	2026 Net Profit, USD mn	79,364
PE倍数	PE multiple	29.2
稀释总股本预测，百万	Shares outstanding,mn	2,576
目标价,美元	Target price,USD	900.00

资料来源：华泰研究预测

图表12：可比公司估值

公司	股票代码	交易 货币	股价	营业收入增长 (%)			净利润增长 (%)			PE (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线广告												
微软 (FY+1)	MSFT US	USD	541.6	15%	15%	15%	15%	17%	18%	34.5	29.5	25.1
亚马逊	AMZN US	USD	230.3	11%	10%	11%	22%	15%	24%	34.5	30.2	24.7
苹果(FY+1)	AAPL US	USD	269.7	6%	6%	6%	18%	6%	8%	36.2	34.1	31.7
谷歌	GOOG US	USD	275.2	14%	15%	12%	22%	6%	12%	27.2	25.3	22.1
市值加权平均PE										33.2	29.9	26.2

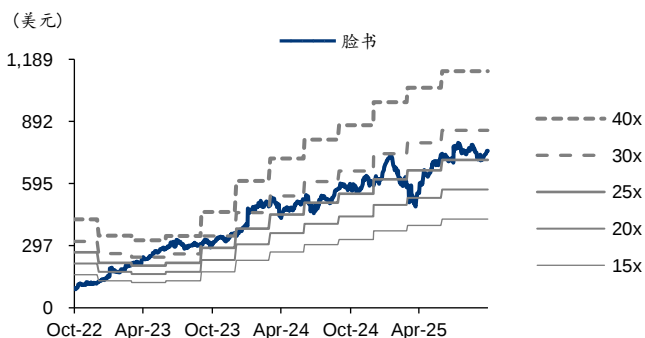
注：截止 10 月 29 日收盘价（美东时间），所有数据和预测基于彭博

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

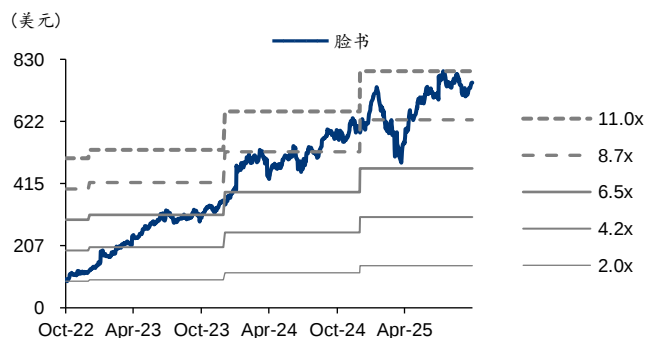
1. 用户增长不及预期：目前 Meta 社交平台的全球渗透率进入瓶颈期，Facebook 主平台用户增长几近饱和。分地区看，欧美地区用户增长逐步停滞，亚太区增长也有放缓趋势。
2. 短视频市场竞争加剧：Meta 推出的 Reels 作为业务新增长点，正面临来自 TikTok 的直接竞争。如果 Reels 的发展不及预期，流量增速放缓，或者广告 ROI 不高，将影响公司长期广告收入。
3. 全球隐私政策调整和罚款：数据安全已成为全球关注的焦点。Meta 需要应对不同国家的监管要求和可能的政策变化，可能面临部分罚没费用。

图表13：脸书 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表14：脸书 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	134,902	164,500	200,725	236,836	269,257
销售成本	(25,959)	(30,162)	(36,202)	(46,267)	(55,293)
毛利润	108,943	134,338	164,523	190,569	213,964
销售及分销成本	(12,301)	(11,347)	(11,843)	(14,684)	(15,886)
管理费用	(11,408)	(9,739)	(11,843)	(13,500)	(14,001)
其他收入/支出	(38,483)	(43,872)	(57,608)	(73,419)	(82,662)
财务成本净额	677.00	1,284	2,492	2,257	4,090
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	47,428	70,664	85,722	91,223	105,504
税费开支	(8,330)	(8,304)	(25,974)	(11,859)	(13,716)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	39,098	62,360	59,748	79,364	91,788
折旧和摊销	(11,177)	(14,700)	(18,615)	(31,539)	(45,928)
EBITDA	57,928	84,080	101,844	120,505	147,343
EPS (美元, 基本)	15.36	24.50	23.48	31.18	36.07

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	19,962	22,230	32,050	39,508	49,167
现金及现金等价物	41,862	43,889	12,234	58,460	120,259
其他流动资产	23,541	33,926	34,261	34,261	34,261
总流动资产	85,365	100,045	78,546	132,229	203,687
固定资产	96,587	121,346	177,529	238,356	297,438
无形资产	21,442	20,654	21,158	21,158	21,158
其他长期资产	26,229	34,009	51,636	59,735	67,818
总长期资产	144,258	176,009	250,323	319,249	386,414
总资产	229,623	276,054	328,868	451,478	590,101
应付账款	30,337	31,654	41,582	63,030	89,195
短期借款	1,623	1,942	2,384	3,432	4,250
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动负债	31,960	33,596	43,966	66,462	93,445
长期债务	35,611	47,118	46,042	53,609	59,518
其他长期债务	8,884	12,703	23,861	31,449	41,047
总长期负债	44,495	59,821	69,903	85,058	100,565
股本	73,253	83,228	92,749	103,899	114,669
储备/其他项目	79,915	99,409	122,250	196,059	281,422
股东权益	153,168	182,637	214,999	299,958	396,091
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	153,168	182,637	214,999	299,958	396,091

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	50.24	31.50	32.26	24.28	21.00
PB	12.49	10.47	8.90	6.38	4.83
EV EBITDA	32.67	22.67	19.13	15.92	12.71
股息率 (%)	0.00	0.27	0.29	0.29	0.34
自由现金流收益率 (%)	1.40	2.10	0.08	2.05	2.85

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	57,928	84,080	101,844	120,505	147,343
融资成本	(677.00)	(1,284)	(2,492)	(2,257)	(4,090)
营运资本变动	3,837	1,050	(4,168)	22,095	24,747
税费	(8,330)	(8,304)	(25,974)	(11,859)	(13,716)
其他	18,355	15,786	41,753	28,198	35,105
经营活动现金流	71,113	91,328	110,964	156,681	189,390
CAPEX	(27,045)	(37,256)	(70,976)	(92,366)	(105,010)
其他投资活动	(35,665)	(9,894)	(19,508)	0.00	0.00
投资活动现金流	(24,495)	(47,150)	(90,484)	(92,366)	(105,010)
债务增加量	0.00	10,441	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	(5,072)	(5,530)	(5,555)	(6,425)
其他融资活动现金流	(19,500)	(46,150)	(46,651)	(12,534)	(16,155)
融资活动现金流	(19,500)	(40,781)	(52,181)	(18,089)	(22,581)
现金变动	27,118	3,397	(31,702)	46,226	61,799
年初现金	15,596	42,827	45,438	13,736	59,962
汇率波动影响	113.00	(786.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	42,827	45,438	13,736	59,962	121,761

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	15.69	21.94	22.02	17.99	13.69
毛利润	19.25	23.31	22.47	15.83	12.28
营业利润	61.52	48.40	19.96	6.89	13.99
净利润	68.53	59.50	(4.19)	32.83	15.65
EPS	68.53	59.50	(4.19)	32.83	15.65
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	80.76	81.66	81.96	80.46	79.46
EBITDA	42.94	51.11	50.74	50.88	54.72
净利润率	28.98	37.91	29.77	33.51	34.09
ROE	28.04	37.14	30.05	30.82	26.37
ROA	18.83	24.66	19.75	20.34	17.62
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(3.02)	2.83	16.83	(0.47)	(14.26)
流动比率	2.67	2.98	1.79	1.99	2.18
速动比率	2.67	2.98	1.79	1.99	2.18

营运能力 (天)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产周转率 (次)	0.65	0.65	0.66	0.61	0.52
应收账款周转天数	51.73	46.17	48.68	54.39	59.28
应付账款周转天数	388.28	369.95	364.14	406.99	495.55
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA

每股指标 (美元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	15.36	24.50	23.48	31.18	36.07
每股净资产	60.18	71.76	84.48	117.86	155.64

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄琬、何翩翩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬、何翩翩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司