

买入

2025 年 12 月 3 日

持续优化 AI 算法推动增长飞轮，资本开支增速将显著提升

- **季度业绩摘要：**公司 25Q3 总收入 512.4 亿美元，同比增长 26.2%，高于公司上季度指引中值的 490 亿美元及彭博一致预期的 496 亿美元。1) Family of Apps 收入 507.7 亿美元，其中广告收入 500.8 亿美元，同比增长 25.6%。2) Reality Labs 收入 4.7 亿美元，同比增长 74.1%。总成本 92.1 亿美元，毛利率 82.0%，同比增长 20bps。经营利润 205.4 亿美元，同比增长 18.4%，高于彭博一致预期的 196 亿美元，经营利润率为 40.1%。其中 Family of Apps 贡献经营利润 249.7 亿美元，Reality Labs 经营亏损 44.3 亿美元。GAAP 净利润 27.1 亿美元，同比下降 82.7%，摊薄后每股收益 1.05 美元。利润下降主要受一次性非现金递延所得税资产减计的影响，若不计入一次性税项，净利润和每股收益分别为 186 亿美元和 7.25 美元。公司预计 25Q3 总收入将介于 560-590 亿美元，中值对应同比增长 19%，高于一致预期的 574 亿美元。
- **持续优化 AI 算法推动增长飞轮：**Facebook、Instagram 和 WhatsApp 的日活跃用户数继续增长，其中 Ins 用户突破 30 亿，Threads 用户突破 1.5 亿。AI 推荐系统正在提供更高质量、更相关的内容，使用户在第三季度于 Facebook 上花费的时间增加了 5%，在 Threads 上花费的时间增加了 10%。Instagram 上的视频观看时长同比增长超过 30%。Reels 的 ARR 超过 500 亿美元。2026 年，公司计划在 Instagram 上多方面改进推荐系统，使其能够推送涵盖更广泛主题的内容，以满足每个用户的多元化兴趣。
- **2026 年资本开支增速将显著提升：**Meta 正在对基础设施进行大量投资以开发领先的人工智能产品模型和业务解决方案，同时保持最大的长期灵活性。目前公司正通过多种方式来实现这一目标，包括建设数据中心，以便在未来几年根据需要快速扩展容量；以及建立战略合作伙伴关系（如和 CoreWeave 签订租赁协议），从而为未来的计算需求提供选择权。
- **目标价 800 美元，买入评级：**AI 带来的效率提升将带来收入增长，但资本开支增长将一定程度影响利润率及自由现金流。我们采用 DCF 法估值，WACC 为 9%，长期增长率为 3.0%，目标价 800 美元，距离当前股价有 23.63% 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。

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	199,748	236,462	274,249
YoY	15.69%	21.94%	21.43%	18.38%	15.98%
GAAP 净利润	39,098	62,360	59,257	77,573	87,177
摊薄每股盈利	14.9	23.9	23.0	30.3	34.2
YoY	73.21%	60.41%	-3.53%	31.57%	12.95%
基于 647.1 美元的市盈率 (估)	53.8	33.5	34.8	26.4	23.4
每股派息 (美元)	0.0	2.0	2.2	2.2	2.4
股息现价比	0.00%	0.31%	0.34%	0.34%	0.37%

来源：公司资料，第一上海预测

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

曹凌霁

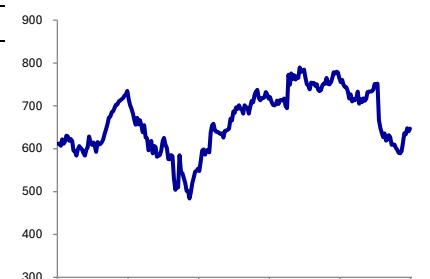
+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	647.10 美元
目标价	800.00 美元 (+23.63%)
股票代码	META
总股本	25.21 亿股
市值	16310 亿美元
52 周高/低	479.80 美元/796.25 美元
每股账面值	76.98 美元
主要股东	马克扎克伯格 13.56% Vanguard 7.65% Blackrock 6.64% FMR LLC 4.84%

股价表现



来源：彭博

季度业绩摘要

25Q3 收入同比+26%至 512 亿美元，高于彭博一致预期的 496 亿美元

经营利润同比+18%

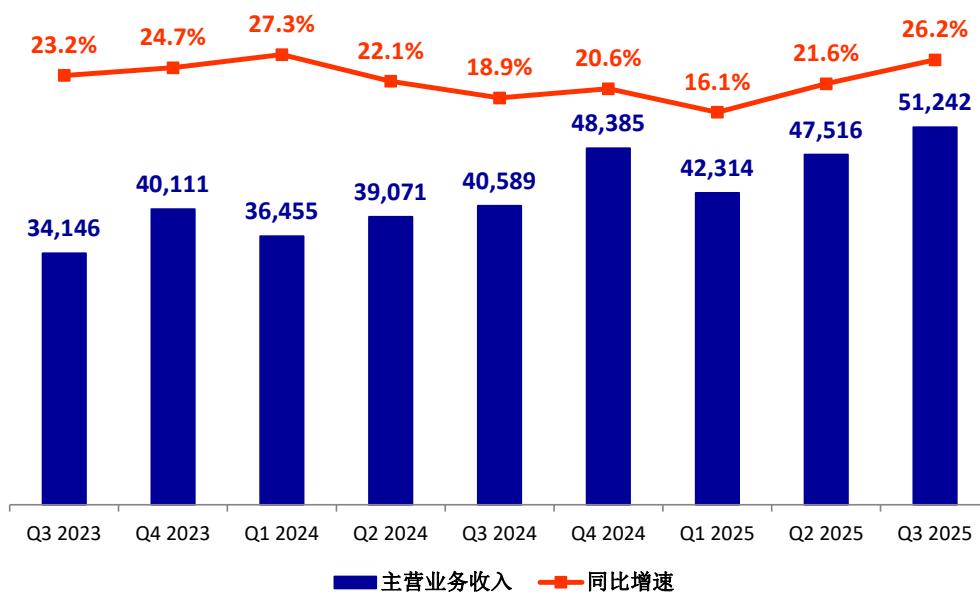
不计入一次性开支，EPS 为 7.25 美元，高于彭博一致预期的 6.71 美元

公司 25Q3 总收入 512.4 亿美元，同比增长 26.2%，高于公司上季度指引中值的 490 亿美元及彭博一致预期的 496 亿美元。1) Family of Apps 收入 507.7 亿美元，其中广告收入 500.8 亿美元，同比增长 25.6%。2) Reality Labs 收入 4.7 亿美元，同比增长 74.1%。

本季度公司总成本 92.1 亿美元，毛利率 82.0%，同比增长 20bps。经营利润 205.4 亿美元，同比增长 18.4%，高于彭博一致预期的 196 亿美元，经营利润率为 40.1%。其中 Family of Apps 贡献经营利润 249.7 亿美元，Reality Labs 经营亏损 44.3 亿美元。研发费用同比增长 35.5%，销售及营销费用同比增长 0.8%，管理与行政费用同比增长 88.3%。目前公司共有员工 78450 人，同比增长 8%。

本季度公司 GAAP 净利润 27.1 亿美元，同比下降 82.7%，低于一致预期的 172 亿美元。摊薄后每股收益 1.05 美元，低于一致预期的 6.71 美元。利润下降主要受一次性非现金递延所得税资产减计的影响，若不计入一次性税项 159 亿美元的支出，净利润和每股收益分别为 186 亿美元和 7.25 美元。包括融资租赁的资本开支 194 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 106 亿美元。本季度公司共回购价值 32 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 1160–1180 亿美元，资本开支指引为 700–720 亿美元

下季度指引：公司预计 25Q3 总收入将介于 560–590 亿美元，中值对应同比增长 19%，高于一致预期的 574 亿美元。公司收窄 2025 全年开支指引区间至 1160–1180 亿美元（前值 1140–1180 亿美元）；其中全年资本开支指引上调至 700–720 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 年第四季度综合税率为 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 年的总支出增速将显著高于 2025 年，预计资本开支将同比增长超 300 亿美元。

Meta 正在对基础设施进行大量投资以开发领先的人工智能产品模型和业务解决方案，同时保持最大的长期灵活性，以确保既能满足未来的容量需求，又能应对未来几年市场的发展变化。目前公司正通过多种方式来实现这一目标，包括建设数据中

心，以便在未来几年根据需要快速扩展容量；以及建立战略合作伙伴关系（如和 CoreWeave 签订租赁协议），从而为未来的计算需求提供选择权。

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) 公司加大资本开支同时控制运营开支，在投入期过后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 35.4 亿，人均收入为 14.46 美元

本季度公司所有 APP 日活用户 (DAP) 环比增长 6000 万至 35.4 亿，人均收入为 14.46 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最强劲达 31%；北美、欧洲和亚太地区广告收入分别增长 23%、29% 和 25%。

Facebook、Instagram 和 WhatsApp 的日活跃用户数继续增长，其中 Ins 用户突破 30 亿，Threads 用户突破 1.5 亿。AI 推荐系统正在提供更高质量、更相关的内容，使用户在第三季度于 Facebook 上花费的时间增加了 5%，在 Threads 上花费的时间增加了 10%。Instagram 上的视频观看时长同比增长超过 30%。Reels 的 ARR 超过 500 亿美元。2026 年，公司计划在 Instagram 上多方面改进推荐系统，使其能够推送涵盖更广泛主题的内容，以满足每个用户的多元化兴趣。

本季度广告展示量
YoY+14%，广告单价
YoY+10%

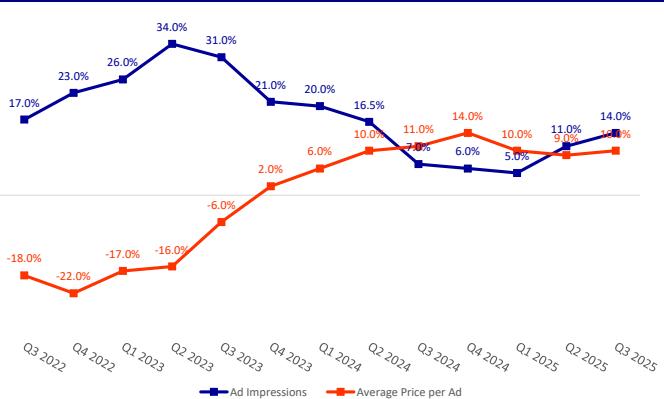
本季度公司的广告展示量同比增长 14%，相比上季度的 11% 出现加速增长。广告 CPM 同比增长 10%，相比上季度的 9% 基本持平。我们认为主要由于公司的广告推荐系统和索引排序系统 (Lattice、GEMS、Andromeda) 通过 AI 加持带来更长的用户使用时长及广告转化率，叠加 AI 广告营销平台 Advantage+ 的收入增长。AI 驱动的广告工具的 ARR 已超过 600 亿美元；使用 Advantage Plus 进行潜在客户推广活动的广告商平均每次潜在客户的成本降低了 14%。

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、更具有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 4.7 亿美元，同比增长 74.1%，主要由于 Quest 头显及 Meta 眼镜热销的推动。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 眼镜及 Oakley Meta 眼镜在第三季度的销售额增长加速，今年销量有望达 300 万。公司发布的新款雷朋 Meta 显示眼镜，配备高分辨率显示屏和 Meta Neural Band 互动头带。

目标价 800 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 18.6%。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%。我们采用 DCF 法估值，WACC 为 9%，长期增长率为 3.0%，目标价 800 美元，距离当前股价有 23.63% 的上行空间，买入评级。

图表 4：DCF 估值模型

折现年限	高速成长期										稳定成长期				永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10				
假设 (百万美元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E				
CFO	97,846	129,938	155,985												
自由现金流量	28,846	29,938	40,985	55,330	71,929	90,631	111,476	133,771	157,850	183,106	188,599				
自由现金流增长率		3.8%	36.9%	35.0%	30.0%	26.0%	23.0%	20.0%	18.0%	16.0%	3.0%				
折合至 2025 年的现金流量	28,846	27,466	34,497	42,725	50,956	58,904	66,469	73,177	79,220	84,307	1,447,270				
永续期折现值											3,237,616				
WACC		9.0%													
长期增长率		3.0%													
Valuation															
现金流折现		1,993,837													
减：净金融负债		-66,007													
股本价值		2,059,843													
股本数量（预期）		2,575													
DCF 法之每股价值（美元）		800.00													

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						
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	134,902	164,501	199,748	236,462	274,249	盈利能力	80.8%	81.7%	81.7%	79.4%	78.0%
- 主营业务收入成本	25,959	30,161	36,554	48,711	60,335	EBITDA 利率 (%)	42.9%	51.6%	51.3%	49.6%	51.3%
毛利	108,943	134,340	163,195	187,751	213,914	净利率(%)	29.0%	37.9%	29.7%	32.8%	31.8%
营业开支	62,192	64,960	80,698	99,787	114,910	营运表现					
- 行政管理费用	11,408	9,740	11,386	13,242	14,809	行政管理费用/收入(%)	8.5%	5.9%	5.7%	5.6%	5.4%
- 市场营销费用	12,301	11,347	12,384	14,424	16,455	市场营销费用/收入(%)	9.1%	6.9%	6.2%	6.1%	6.0%
- 研究和开发开支	38,483	43,873	56,928	72,121	83,646	研究和开发费用/收入(%)	28.5%	26.7%	28.5%	30.5%	30.5%
营业利润	46,751	69,380	82,496	87,964	99,004	实际税率 (%)	17.6%	11.8%	30.2%	13.0%	13.0%
- 利息支出	0	0	0	0	0	股息支付率 (%)	0.0%	8.4%	9.6%	7.3%	7.0%
- 营业外亏损净额	-677	-1,283	-2,400	-1,200	-1,200	应收账款天数	40.1	36.8	31.7	27.0	23.1
税前利润	47,428	70,663	84,896	89,164	100,204	应付账款天数	69.2	75.9	77.7	60.8	56.1
- 所得税支出	8,330	8,303	25,639	11,591	13,027						
净利润	39,098	62,360	59,257	77,573	87,177						
折旧与摊销	11,178	15,498	19,965	29,333	41,772						
主营业务增长 (%)	16%	22%	21%	18%	16%						

资产负债表					现金流量表						
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
+ 现金与现金等同	41,862	43,889	42,735	42,672	53,657	+ 净利润	39,098	62,360	59,257	77,573	87,177
+ 短期投资	23,541	33,926	33,926	33,926	33,926	+ 折旧、摊销	11,178	15,498	19,965	29,333	41,772
+ 应收账款与票据	16,169	16,994	17,745	17,287	17,429	+ 其他调整	17,545	14,957	19,194	22,073	25,383
+ 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	-570	960	1,653
总计流动资产	85,365	100,045	99,641	99,121	110,248	经营活动现金流量	71,113	91,328	97,846	129,938	155,985
+ 长期投资与应收						+ 固定及无形资产变动	-27,045	-37,256	-69,000	-100,000	-115,000
+ 总固定资产	129,721	164,663	233,663	333,663	448,663	+ 长期投资净变动	0	0	0	0	0
- 累计折旧	33,134	43,317	63,077	92,284	133,992	+ 收购与剥离净现金	0	0	0	0	0
+ 净固定资产	96,587	121,346	170,586	241,379	314,671	+ 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	-100,000	-115,000
+ 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	295,712	368,940	+ 长期借款增加	8,455	10,432	0	0	0
总资产	229,623	276,054	324,686	394,832	479,188	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 应付账款	4,849	7,687	7,868	8,369	10,164	+ 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	33,777	34,278	36,073	+ 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	-1,154	-62	10,985
总负债	76,455	93,417	93,598	94,099	95,894	现金剩余	41,912	44,826	42,735	42,672	53,657
股东权益	153,168	182,637	231,088	300,733	383,294						

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。