

买入

2026年4月20日

发布 Muse Spark 模型追赶头部 AI 基础模型，广告收入提速

- 季度业绩摘要：** 公司 25Q4 总收入 598.9 亿美元，同比增长 23.8%，高于公司上季度指引上限的 590 亿美元及彭博一致预期的 585 亿美元。1) Family of Apps 收入 589.4 亿美元，其中广告收入 581.4 亿美元，同比增长 24.3%。2) Reality Labs 收入 9.6 亿美元，同比下降 11.8%。总成本 109.1 亿美元，毛利率 81.8%，同比增长 10bps。经营利润 247.5 亿美元，同比增长 5.9%，高于彭博一致预期的 241 亿美元，经营利润率为 41.3%。其中 Family of Apps 贡献经营利润 307.7 亿美元，Reality Labs 经营亏损 60.2 亿美元。公司 GAAP 净利润 227.7 亿美元，同比增长 740.5%，高于一致预期的 212 亿美元。摊薄后每股收益 8.88 美元，高于一致预期的 8.24 美元。
- Muse Spark 成为 MSL 首款模型：** Meta 计划利用 Meta Superintelligence Labs (MSL) 开发的模型来打造 AI 产品。目前已经发布自研闭源模型 Muse Spark，其将直接嵌入 Meta 核心 APP: Facebook、Instagram、WhatsApp。我们认为 Muse Spark 虽然与当前的头部模型有依然有差距，但表明了 Meta 初步的整合完成，接下来 Meta 需要证明其如何利用 LLM 挖掘 40 亿用户的价值。
- 广告持续受益于 AI 能力改进：** 本季度公司的广告展示量同比增长 18%，相比上季度的 14% 出现加速增长。广告 CPM 同比增长 6%，相比上季度的 6% 有所下降。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 推荐系统每天推送的 Reels 短视频数量环比增加了 25% 以上，本季度广告转化率提升 3%。
- 目标价 800 美元，买入评级：** AI 带来的效率提升让公司维持较高的收入增长速度，未来三年年化复合增速为 21.7%。但 AI 基建所需的大量资本开支的增长将带来更多折旧开支，影响公司自由现金流及毛利率，同时公司需要发债支持基建。我们采用 DCF 法估值，考虑到全年降息预期下降至一次，提升 WACC 至 9.5%，长期增长率为 3.0%，目标价 800 美元，距离当前股价有 18.19% 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	676.87 美元
目标价	800.00 美元 (+18.19%)
股票代码	META
总股本	25.30 亿股
市值	17122 亿美元
52 周高/低	478.27 美元/794.34 美元
每股账面值	85.87 美元
主要股东	马克扎克伯格 13.51% Vanguard Inc. 7.91% Blackrock Inc. 6.77% FMR LLC 4.52%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营业收入 (美元百万元)	164,501	200,966	249,472	296,584	345,787
YoY	21.94%	22.17%	24.14%	18.88%	16.59%
GAAP 净利润	62,360	60,458	81,783	94,192	110,097
摊薄每股盈利	23.9	23.5	31.9	37.0	43.4
YoY	60.41%	-1.54%	35.95%	15.75%	17.47%
基于676.87美元的市盈率 (估)	33.5	34.1	25.1	21.6	18.4
每股派息 (美元)	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
股息现价比	0.30%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%

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

25Q4 收入同比+24%至 599 亿美元，高于彭博一致预期的 585 亿美元

公司 25Q4 总收入 598.9 亿美元，同比增长 23.8%，高于公司上季度指引上限的 590 亿美元及彭博一致预期的 585 亿美元。1) Family of Apps 收入 589.4 亿美元，其中广告收入 581.4 亿美元，同比增长 24.3%。2) Reality Labs 收入 9.6 亿美元，同比下降 11.8%。

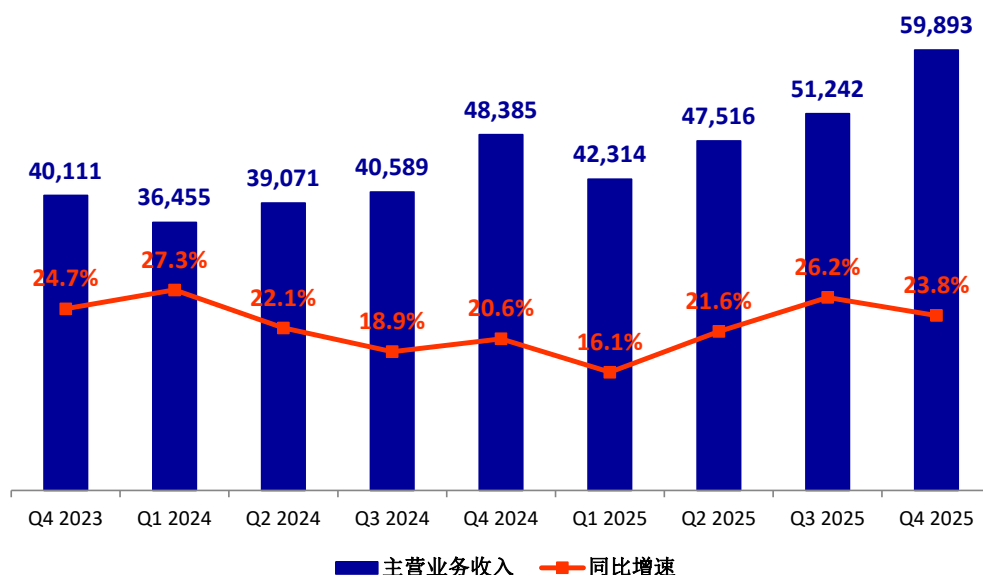
经营利润同比+6%

本季度公司总成本 109.1 亿美元，毛利率 81.8%，同比增长 10bps。经营利润 247.5 亿美元，同比增长 5.9%，高于彭博一致预期的 241 亿美元，经营利润率为 41.3%。其中 Family of Apps 贡献经营利润 307.7 亿美元，Reality Labs 经营亏损 60.2 亿美元。研发费用同比增长 40.7%，销售及营销费用同比增长 5.2%，管理与行政费用同比增长 385.8%。目前公司共有员工 78865 人，同比增长 6%。

EPS 为 8.88 美元，高于彭博一致预期的 8.24 美元

本季度公司 GAAP 净利润 227.7 亿美元，同比增长 740.5%，高于一致预期的 212 亿美元。摊薄后每股收益 8.88 美元，高于一致预期的 8.24 美元。包括融资租赁的资本开支 221 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 141 亿美元。本季度公司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

2026 年总支出指引为 1620-1690 亿美元，资本开支指引为 1150-1350 亿美元

下季度指引：公司预计 26Q1 总收入将介于 535-565 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 2026 全年开支指引区间为 1620-1690 亿美元，其中 RL 经营亏损与 2025 年类似；全年资本开支指引为 1150-1350 亿美元，资本开支的增长主要由 AI 基础设施开支增长及 AI 专业员工的工资成本增长导致。公司预计 2026Q1 综合税率为 13-16%。

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，包括与英伟达、博通、谷歌、AMD 合作获得算力，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、Nebius 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完全有能力控制好运营开支，在投入期过后逐步释放利润与自由现金流。

广告业务提速

DAP 增长至 35.8 亿，人均收入为 16.65 美元

本季度公司所有 APP 日活用户 (DAP) 环比增长 4000 万至 35.8 亿，人均收入为 16.56 美元，同比增长 16.2%。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 22%、27%和 21%。公司的视频生成工具的综合营收年化率达到 100 亿美元。

Facebook、Instagram 和 WhatsApp 的日活跃用户数继续增长，其中 Ins 用户突破 30 亿。AI 推荐系统正在提供更高质量、更相关的内容，Instagram 上的视频观看时长同比增长超过 30%，Facebook 上则保持两位数同比增长。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。

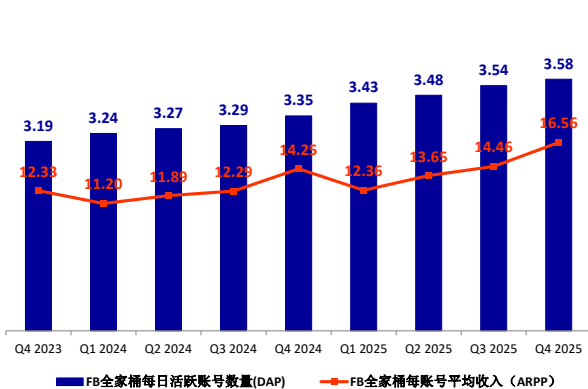
本季度广告展示量 YoY+18%，广告单价 YoY+16%

本季度公司的广告展示量同比增长 18%，相比上季度的 14%出现加速增长。广告 CPM 同比增长 6%，相比上季度的 6%有所下降。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 推荐系统每天推送的 Reels 短视频数量环比增加了 25%以上，本季度广告转化率提升 3%。

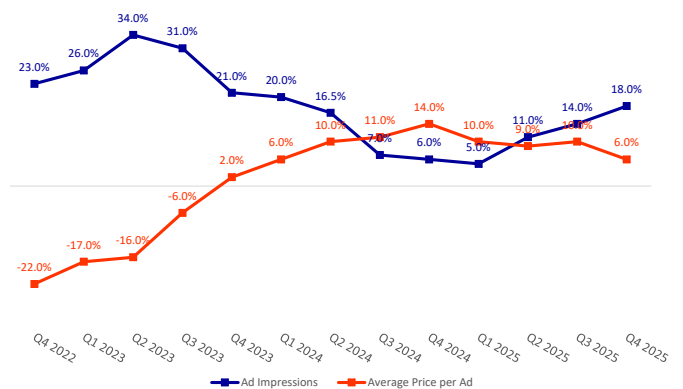
公司 CEO 扎克伯格认为公司目前正在追求 5 个增长机会：生成式 AI 改进广告、更具吸引力的体验带来用户时长增长、商业人工智能服务集成至 Facebook 及 Instagram 中进行信息传递、Meta AI (用户数量超 10 亿) 和 AI 设备 (AI 眼镜及 VR 设备)。

Meta 计划利用 Meta Superintelligence Labs (MSL) 开发的模型来打造 AI 产品。目前 MSL 已经发布自研闭源模型 Muse Spark，其将直接嵌入 Meta 核心 APP: Facebook、Instagram、WhatsApp。我们认为 Muse Spark 虽然与当前的头部模型有依然有差距，但表明了 Meta 初步的整合完成，接下来 Meta 需要证明其如何利用 LLM 挖掘 40 亿用户的价值。

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

Meta XR 市场份额达 72%

Reality Labs 收入 9.6 亿美元，同比下降 11.8%，Meta 系列 XR 眼镜热销但 Quest 系列 VR 销售有所下降。IDC 预测，到 2026 年，全球 XR 设备出货量将增长 33.5%，其中绝大部分增长将来自不带显示屏的智能眼镜。从 2026 年到 2030 年，XR 市场预计将以 26.5% 的 CAGR 增长，眼镜类设备将引领市场增长，而头戴式设备则继续专注于更狭窄、更专业的应用场景。

得益于 Meta 与 EssilorLuxottica 的合作以及不断扩展的智能眼镜产品线，Meta XR 眼镜占据全球 XR 市场 72.2% 的市场份额。除了更新 Ray-Ban Meta 系列产品外，公司还推出了首款 Oakley 品牌的智能眼镜，正式进军高性能眼镜市场。

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 15%

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 21.7%。但 AI 基建所需的大量资本开支的增长将带来更多折旧开支，影响公司自由现金流及毛利率，同时公司需要发债支持基建。公司将通过优化经营费用进行部分成本对冲，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 14.7%。我们采用 DCF 法估值，考虑到全年降息预期下降至一次，提升 WACC 至 9.5%，长期增长率为 3.0%，目标价 800 美元，距离当前股价有 18.19% 的上行空间，买入评级。

图表 4: DCF 估值模型

	高速增长期					稳定长期					永续期
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(百万美元)											
CFO	134,474	164,855	202,694								
自由现金流量	9,474	21,105	44,569	62,396	82,363	102,954	125,604	150,724	177,855	206,312	212,501
自由现金流增长率		122.8%	111.2%	40.0%	32.0%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%	16.0%	3.0%
折合至2026年的现金流量	9,474	19,274	37,171	47,524	57,290	65,399	72,865	79,852	86,050	91,158	1,444,510
永续期折现值											3,367,324
WACC	9.5%										
长期增长率	3.0%										
Valuation											
现金流折现	2,010,567										
减: 净金融负债	-38,343										
股本价值	2,048,909										
股本数量 (预期)	2,561										
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					
单位: 百万美元, 财务年度: 12月31日											
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
主营业务收入	164,501	200,966	249,472	296,584	345,787	盈利能力					
- 主营业务收入成本	30,161	36,175	51,391	65,248	77,802	毛利率 (%)	81.7%	82.0%	79.4%	78.0%	77.5%
毛利	134,340	164,791	198,081	231,335	267,985	EBITDA 利率 (%)	51.6%	50.7%	48.5%	50.6%	53.7%
营业开支	64,960	81,515	105,277	124,269	142,637	净利率 (%)	37.9%	30.1%	32.8%	31.8%	31.8%
- 行政管理费用	9,740	12,152	13,970	16,016	18,500	营运表现					
- 市场营销费用	11,347	11,991	15,218	17,795	20,401	行政管理费用/收入 (%)	5.9%	6.0%	5.6%	5.4%	5.4%
- 研究和开发开支	43,873	57,372	76,089	90,458	103,736	市场营销费用/收入 (%)	6.9%	6.0%	6.1%	6.0%	5.9%
营业利润	69,380	83,276	92,803	107,067	125,348	研究和开发费用/收入 (%)	26.7%	28.5%	30.5%	30.5%	30.0%
- 利息支出	0	0	0	0	0	实际税率 (%)	11.8%	29.6%	13.0%	13.0%	13.0%
- 营业外亏损净额	-1,283	-2,656	-1,200	-1,200	-1,200	股息支付率 (%)	8.4%	8.9%	6.6%	5.7%	4.8%
税前利润	70,663	85,932	94,003	108,267	126,548	应收账款天数	36.8	33.4	29.1	25.2	22.8
- 所得税支出	8,303	25,474	12,220	14,075	16,451	应付账款天数	75.9	83.6	67.6	60.8	60.4
净利润	62,360	60,458	81,783	94,192	110,097	财务状况					
折旧与摊销	15,498	18,616	28,172	43,111	60,362	总负债/总资产	33.8%	40.6%	33.6%	27.9%	23.3%
主营业务增长 (%)	22%	22%	24%	19%	17%	收入/净资产	34.1%	27.8%	27.6%	24.1%	21.8%
						经营性现金流/净利润	146.5%	191.5%	164.4%	175.0%	184.1%
资产负债表						现金流量表					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
+ 现金与现金等同	43,889	35,873	19,099	13,955	32,276	+ 净利润	62,360	60,458	81,783	94,192	110,097
+ 短期投资	33,926	45,719	45,719	45,719	45,719	+ 折旧、摊销	15,498	18,616	28,172	43,111	60,362
+ 应收账款与票据	16,994	19,769	19,987	20,921	22,303	+ 其他调整	14,957	37,567	23,491	27,015	31,067
+ 其他流动资产	5,236	7,361	7,361	7,361	7,361	+ 非现金运营资本变动	-1,487	-841	1,027	537	1,168
总计流动资产	100,045	108,722	92,166	87,956	107,659	经营活动现金流量	91,328	115,800	134,474	164,855	202,694
+ 长期投资与应收						+ 固定及无形资产变动	-37,256	-69,691	-125,000	-143,750	-158,125
+ 总固定资产	164,663	233,726	358,726	502,476	660,601	+ 长期投资净变动	0	2,554	0	0	0
- 累计折旧	43,317	57,326	85,373	128,420	188,717	+ 收购与剥离净现金	0	0	0	0	0
+ 净固定资产	121,346	176,400	273,353	374,056	471,884	+ 其他投资活动	-9,753	-10,055	0	0	0
+ 商誉	20,654	24,534	24,534	24,534	24,534	投资活动现金	-47,150	-102,003	-125,000	-143,750	-158,125
+ 总计无形资产 - 净值	915	3,692	3,567	3,503	3,438	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	18,172	32,269	32,269	32,269	32,269	+ 短期债务(偿付)所得现金	0	0	0	0	0
总计长期资产	176,009	257,299	354,127	454,766	552,529	+ 长期借款增加	10,432	29,906	0	0	0
总资产	276,054	366,021	446,293	542,722	660,187	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 应付账款	7,687	8,894	10,140	11,610	14,160	+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	23,967	30,729	30,729	30,729	30,729	+ 股本回购	-30,125	-26,248	-26,248	-26,248	-26,248
总计流动负债	33,596	41,836	43,082	44,552	47,102	+ 其他融资活动	-14,047	-16,180	0	0	0
+ 其他长期负债	12,703	25,258	25,258	25,258	25,258	融资所得现金	-40,781	-20,370	-26,248	-26,248	-26,248
总长期负债	59,821	106,942	106,942	106,942	106,942	现金净增减	2,611	-6,338	-16,774	-5,143	18,321
总负债	93,417	148,778	150,024	151,494	154,044	现金剩余	45,438	39,100	19,099	13,955	32,276
总股东权益	182,637	217,243	296,269	391,228	506,143						

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。