

Muse Spark 改善 AI 广告商业化

华泰研究

季报点评

2026 年 5 月 01 日 | 美国

Meta 1Q26 营收同增 33%至 563 亿美元，超 VA 一致预期 1.4%（下同），净利润同增 61%至 268 亿美元，超预期 56%，主因 80.3 亿美元的所得税收益（《大而美法案》相关），剔除后超预期 9%。分业务看，1Q 广告收入同增 33%至 550 亿美元，单用户收入同增 27%；FOA 其他收入同增 74%至 9 亿美元；Reality Labs 收入同比下降 2%至 4 亿美元，主因 Quest 销售额下降，但 AI 眼镜销售增长强劲。从投资角度看，我们认为中长期 Meta AI 排位仍会居于第二方阵，①4 月 Muse Spark 发布，但 AI 战略更致力于传统商业化，②主业层面 Threads 广告有望自 26 年起量，我们测算 26 年有望贡献 27-65 亿美元增量收入。维持“买入”评级。

Capex 指引上调

公司 1Q 资本开支同增 45%至 198 亿美元，对比预期 267 亿美元。公司上调 26 年 Capex 指引至 1250-1450 亿美元（前次 1150-1350 亿美元），对比预期 1252 亿美元，公司表示上调主因数据中心成本和内存等元器件涨价，市场仍担忧后续折旧压力与 ROI 兑现情况。指引方面，公司预计 2Q 营收为 580-610 亿美元，符合预期的 595 亿美元，其中汇率波动带来 2%营收提升；26 年全年 COGS 与 Opex 合计指引维持 1620-1690 亿美元。

Muse Spark 改善用户参与度，有望提升广告转化率

4 月 Muse Spark 发布，对比头部厂商的通用模型策略，仍存在较大区别。我们认为其更适配社交 App 的泛生活场景，例如多模态和健康知识领域存在一定优势。Muse Spark 上线 Meta AI 后，单用户对话数较此前实现双位数提升，后续将逐步整合至 Ins 与 FB。目前 Spark 尚未全面用于广告推荐与排序，我们预期整合之后，有望进一步提升广告转化率。

广告收入超预期，推荐效率持续提升

1Q 广告收入超预期 1.4%。重点进展包括：①Threads 与 WhatsApp 商业化提速。Threads 广告拓展至更多国家；Business AI 已覆盖拉美及亚太部分地区，目前周度对话数较年初增长 10 倍。②推荐模型持续改善，驱动 1Q Instagram 使用时长较此前增长 10%，Facebook 视频观看时长环比增长超 8%，创近四年最大增幅。

CPU 算力投资和 Agent 布局提速

公司近期加码投资 CPU 以优化 Agent 成本。①算力规模化落地：计划部署数千万核 AWS Graviton CPU，夯实底层算力底座；②ARM 合作提升效率：联合开发多代数据中心 CPU，首款为 Arm AGI CPU，承接用户大体量 Agentic AI 需求下的通用计算与服务调度负载，例如旅行规划、信息检索、工具调用等多步骤任务。

盈利预测与估值

我们上调 26-28 年公司营收预测 0.7%、0.1%与 0.2%至 2557 亿、3041 亿、3541 亿美元，主因新模型发布后有望改善用户参与度。我们调整 26-28 年净利润预测 12.5%、-2.6%与 -3.2%至 861、876、1023 亿美元，26 年上调主因 1Q 净利润提升，27-28 年下调主因公司研发费用提升。我们基于 PE 估值，给予 Meta 目标价 822.32 美元（前值 896 美元），对应 26 年 24.5 倍 PE（前值 29.65 倍），对比可比公司 26 年 29.2 倍 PE 均值，溢价转为折价主因 Meta 中长期高额资本支出回报尚存不确定性。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):

822.32

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄璇

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. S0570125070064

联系人

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

韩冬冰*

SAC No. S0570125070150

联系人

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

易楚妍

SAC No. S0570124070123
SFC No. BXH065

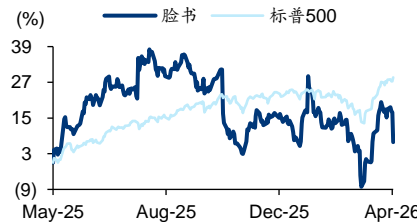
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 4 月 30 日)	611.91
市值(美元百万)	1,553,287
6 个月平均日成交额(美元百万)	10,694
52 周价格范围(美元)	520.26-794.38

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	200,965	255,722	304,114	354,140
+/-%	22.17	27.25	18.92	16.45
归属母公司净利润(百万)	60,458	86,074	87,575	102,331
+/-%	(3.05)	42.37	1.74	16.85
EPS(最新摊薄)	23.50	33.56	34.58	41.22
ROE(%)	30.24	32.63	24.40	22.05
PE(倍)	26.04	18.23	17.70	14.84
PB(倍)	7.17	5.02	3.82	2.99
EV EBITDA(倍)	15.96	14.10	11.30	9.23
股息率(%)	0.34	0.28	0.28	0.33

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

此外，据媒体报道，Meta 与谷歌签署数十亿美元 TPU 租用协议。GPU 层面，①AMDz 助力供应链多元化：双方达成最高 6GW AMD Instinct GPUs 的多年和多代合作，首个 GW 部署基于 Meta 的 MI450 架构，预计下半年开始出货。②博通合作：官宣共同开发多代 MTIA，第一阶段超 1GW 部署。③Meta 表示，MTIA 300 已进入生产，后续 400、450、500 系列，将在近期末至 2027 年逐步用于 GenAI 推理。

图表1：1Q26 公司财务数据

美元 (百万)	USD mn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	1Q VA Cons	VS. Cons	2Q VA Cons	2Q指引	FY2026指引
财务数据		Financials									
GAAP收入	Revenue	42,314	47,516	51,242	59,893	56,311	55,545	1.4%	59,485	58-61bn	
YOY (%)	YOY (%)	16.1%	21.6%	26.2%	23.8%	33.1%				汇率波动带来2%营收提升	
毛利	Gross Profit	34,742	39,025	42,036	48,988	46,093	44,440	3.7%	47,192		
YOY (%)	YOY (%)	16.5%	29.1%	26.6%	23.9%	32.7%					
毛利率	GPM	82.1%	82.1%	82.0%	81.8%	81.9%	80.0%	1.8pp	79.3%		
毛利率同比变动 (pp)	YOY (pp)	0.3pp	4.8pp	0.2pp	0.1pp	-0.3pp					
经营利润	Operating Profit	17,555	20,441	20,535	24,745	22,872	19,432	17.7%	20,802		
YOY (%)	YOY (%)	27.0%	37.7%	18.4%	5.9%	30.3%					
经营利润率	OPM	41.5%	43.0%	40.1%	41.3%	40.6%	35.0%	5.6pp	35.0%		
经营利润率同比变动 (pp)	YOY (pp)	3.6pp	5.0pp	-2.7pp	-7.0pp	-0.9pp					
净利润	Consolidated Net Profit	16,644	18,337	2,709	22,768	26,773	17,159	56.0%	18,277		
YOY (%)	YOY (%)	34.6%	36.2%	-82.7%	9.3%	60.9%					
净利率	NPM (% Revenue)	39.3%	38.6%	5.3%	38.0%	47.5%	30.9%	16.7pp	30.7%		2-4Q tax rate: 13-16%
净利率同比变动 (pp)	YOY (pp)	5.4pp	4.1pp	-33.4pp	-5.1pp	8.2pp					
自由现金流量	Free cash flow	10,334	8,549	10,625	14,077	12,386					
YOY (%)	YOY (%)	-17.5%	-21.6%	-31.5%	7.0%	19.9%					
资本支出	Capital Expenditures	13,692	17,012	19,374	22,137	19,840	26,673	-25.6%	29,902		全年Capex: 125-145bn
YOY (%)	YOY (%)	103.9%	100.8%	110.5%	49.2%	44.9%					
经营费用 (GAAP)		Operating Expense									
营销费用	S&M exp	2,757	2,979	2,845	3,410	2,908	3,342	-13.0%	3,571		
YOY (%)	YOY (%)	7.5%	9.5%	0.8%	5.2%	5.5%					
营销费用率	% of Revenue	6.5%	6.3%	5.6%	5.7%	5.2%	6.0%	-0.9pp	6.0%		
研发费用	R&D exp	12,150	12,942	15,144	17,136	17,699	18,089	-2.2%	19,130		
YOY (%)	YOY (%)	21.8%	22.8%	35.5%	40.7%	45.7%					
营销费用率	% of Revenue	28.7%	27.2%	29.6%	28.6%	31.4%	32.6%	-1.1pp	32.2%		
管理费用	G&A exp	2,280	2,663	3,512	3,697	2,614	3,529	-25.9%	3,751		
YOY (%)	YOY (%)	-34.0%	-27.2%	88.3%	385.8%	14.6%					
营销费用率	% of Revenue	5.4%	5.6%	6.9%	6.2%	4.6%	6.4%	-1.7pp	6.3%		COGS+Opex: 162-169bn
经营数据		Operating Metrics									
-日活跃用户数量 (十亿)	- DAP (bn)	3.43	3.48	3.54	3.58	3.56	3.62	-1.5%	3.65		
YOY (%)	YOY (%)	5.9%	6.4%	7.6%	6.9%	3.8%					
-ARPP 单用户收入 (美元)	-ARPP (USD)	12.36	13.65	14.46	16.56	15.66	15.30	2.4%	16.20		
YOY (%)	YOY (%)	10.4%	14.8%	17.7%	16.2%	26.7%					
Ad Impression yoy%	Ad Impression yoy%	5%	11%	14%	18%	19%					
美国与加拿大	US&Canada	4%	9%	8%	13%	13%					
欧洲	EU	5%	6%	9%	13%	17%					
亚洲	Asia-Pacific	9%	16%	23%	24%	23%					
世界其他地区	ROW	1%	7%	9%	14%	17%					
Average price per ad yoy%	Average price per ad yoy%	10%	9%	10%	6%	12%					
美国与加拿大	US&Canada	14%	11%	13%	9%	14%					
欧洲	EU	9%	17%	19%	12%	19%					
亚洲	Asia-Pacific	3%	2%	1%	-2%	5%					
世界其他地区	ROW	17%	15%	20%	15%	18%					
业务经营数据		Segment									
美元 (百万)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26					
FoA收入	Family of Apps revenue	41,902	47,146	50,772	58,938	55,909	55,032	1.6%	59,006		
YOY (%)	YOY (%)	16.3%	21.8%	25.9%	24.6%	33.4%					
广告收入	Advertising revenue	41,392	46,563	50,082	58,137	55,024	54,285	1.4%	58,195		
YOY (%)	YOY (%)	16.2%	21.5%	25.6%	24.3%	32.9%					
其他收入	Other FoA revenue	510	583	690	801	885	748	18.4%	812		
Reality Labs收入	Reality Labs revenue	412	370	470	955	402	494	-18.6%	454		
YOY (%)	YOY (%)	-6.4%	4.8%	74.1%	-11.8%	-2.4%					
细分地区经营数据		Geographic Results									
美国和加拿大		UCAN									
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)	18,605	20,371	21,751	26,472	24,079	24,442	-1.5%	25,914		
YOY (%)	YOY (%)	17.6%	20.9%	23.5%	21.5%	29.4%					
欧洲 Europe Revenue		EU									
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)	9,680	11,532	12,268	14,480	13,500	12,950	4.2%	14,252		
YOY (%)	YOY (%)	14.1%	24.0%	29.2%	25.9%	39.5%					
亚太地区 Asia-Pacific Revenue		Asia Pacific									
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)	8,439	9,366	10,272	11,182	10,914	10,742	1.6%	11,413		
YOY (%)	YOY (%)	12.8%	18.7%	25.0%	21.0%	29.3%					
其他地区 Rest of the world Revenue		Rest of World									
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)	5,590	6,247	6,951	7,759	7,818	7,281	7.4%	7,801		
YOY (%)	YOY (%)	19.8%	24.0%	31.9%	32.5%	39.9%					

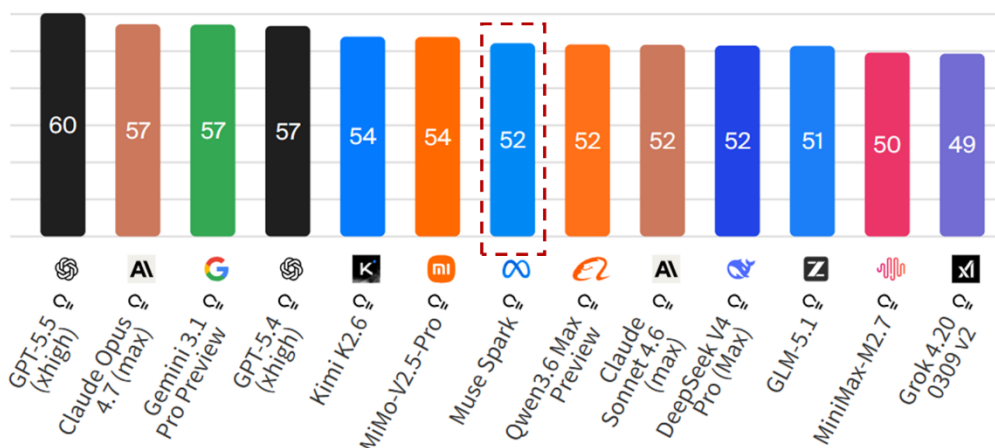
资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

Muse Spark 发布：多模态与 token 效率突出，C 端场景适配度提升

4 月 Meta 推出新模型 Muse Spark，能力跻身行业前列，继 25 年 4 月 Llama 4 发布后重振旗鼓。Muse Spark 支持原生多模态信息处理，截至 4 月 30 日，其智能指数位列 Artificial Analysis 第 7 名。我们认为，Muse Spark 核心亮点主要体现在：

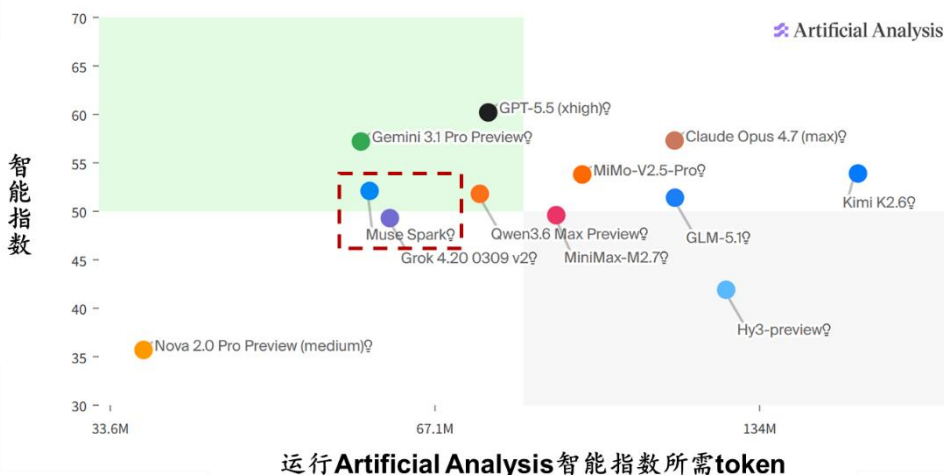
- ① token 效率较优（完成任务所需输出 token 更少）。Artificial Analysis 测评显示，Muse Spark 完成智能指数任务所消耗的 token 约为 Claude Opus 4.6 的 1/3，性能效率比处于行业第一梯队。我们认为，此特点有助于匹配大规模调用需求，覆盖 Meta 的高频 C 端场景。
- ② 多模态感知能力突出。Artificial Analysis 测评显示，Muse Spark 视觉能力仅次于 Gemini 3.1。根据我们的测试，上传食物图片后，Muse Spark 可估算其卡路里，而在购物场景下，Muse Spark 可进行商品识别。
- ③ 健康知识能力良好。Meta 表示重点训练了模型的健康问答能力，根据我们的测试，其可处理姿势矫正、营养指导等个人健康咨询，具备医疗知识科普和症状初步分析能力，与泛 C 端用户日常使用场景相契合。

图表2： Muse Spark 智能指数位列 Artificial Analysis 榜单第 7 名



资料来源： Artificial Analysis， 华泰研究

图表3： Muse Spark 在性能和效率之间取得平衡



资料来源： Artificial Analysis， 华泰研究

Meta AI 此次同步上线购物模式，可基于用户在 Instagram、Facebook 等平台的关注、浏览等行为信号，生成商品个性化推荐。我们的测试体验较佳，Meta AI 能够较准确识别需求并匹配商品建议，有望提升用户点击率与购买转化率。

图表4: Muse Spark 购物模式流程



资料来源: YouTube, 华泰研究

Meta 加码 AI 基建，短期利润率或承压

26 年以来，Meta 持续加码 AI 基建与算力布局，并通过长期协议锁定供给。近期重点进展包括：

- ①2 月，Meta 宣布与 AMD 签署 1000 亿美元 AI 算力协议，覆盖 6GW AMD Instinct GPU 产能，预计于 2H26 开始部署。
- ②3 月，Meta 与 Nebius 达成 270 亿美元算力协议，并与 Arm 启动定制 CPU 联合研发。
- ③4 月，Meta 与 CoreWeave 签署 210 亿美元 AI 基建合作协议，合作期限延续至 2032 年；同时与博通宣布联合开发新一代 MTIA 芯片。

我们认为，Meta 算力布局正加速推进，有望同时支撑 Muse 模型训练与广告推荐模型迭代，且多元供应商体系亦有助于增强算力供给弹性。但短期而言，激进的 Capex 投入或使得利润率承压。

图表5: 2026 年以来 Meta 重大 AI 算力与基建合作协议梳理

合作伙伴	宣布日期	协议期限	交易规模	合作细节
NVIDIA	2026年2月17日	长期	-	针对全栈AI平台的战略合作，包含未来GPU、网络架构及CUDA软件生态。
AMD	2026年2月24日	5年	1000亿美元	锁定6GW的定制MI450 AI算力供应，并包含1.6亿股基于业绩的AMD认股权证
Nebius	2026年3月16日	5年	270亿美元	包含120亿美元专有算力（含Vera Rubin芯片）及150亿美元额外计算容量。
Arm	2026年3月24日	多年期	-	联合开发Arm AGI CPU，旨在优化AI智能体基础设施并与MTIA协同工作。
CoreWeave	2026年4月9日	至2032年底	210亿美元	提供长期AI云算力，首批部署NVIDIA Vera Rubin平台。
Broadcom	2026年4月14日	多年期	-	联合开发多代定制AI芯片（MTIA），首批部署规模超过1GW。
AWS	2026年4月24日	多年期	-	采购数千万个AWS Graviton CPU核心，专为智能体AI的推理、代码生成和协调任务优化。

资料来源: Meta 公司官网, 华泰研究

未成年人保护监管趋严

近期，针对未成年人社媒使用的监管行动密集落地。3月，美国新墨西哥州裁定 Meta 未能履行未成年人保护义务，判处 3.75 亿美元罚款，成为州政府首例胜诉的 Meta 儿童安全诉讼；同时，加州亦判决 Meta、谷歌 (YouTube) 对未成年人存在蓄意成瘾机制，将判处 Meta 与谷歌共同承担 600 万美元罚金。

鉴于多国及美国部分州已对 16 岁以下用户使用社媒作出限制，我们认为，相关监管或对 Meta 整体流量格局形成影响。建议持续关注监管法案对用户参与度的潜在扰动。

图表6：全球未成年人社交媒体限制政策

国家 / 地区	核心政策	实施情况
美国		
佛罗里达州	14 岁以下禁开账号，14-16 岁需家长同意，平台须删除违规账号及数据	2025/1/1 生效
佐治亚州	16 岁以下使用社交媒体需家长同意，非全面封禁	已生效
田纳西州	18 岁以下使用社交媒体需家长同意	法案已通过，执法情况不明
路易斯安那州	18 岁以下使用社交媒体需家长同意	法案已通过
密西西比州	18 岁以下实施账号限制	法案已通过
俄亥俄州	16 岁以下实施账号限制	法案被认定违宪，上诉中
加利福尼亚州	18 岁以下实施账号限制，算法与通知限制部分生效，账号封禁条款暂未实施	部分条款生效
欧洲		
希腊	15 岁以下实施账号限制，最终法定适用范围仍在敲定，将广泛覆盖社交媒体	2027 年 1 月起实施
奥地利	14 岁以下实施账号限制，针对成瘾算法和有害内容制定规则，最终平台适用范围尚未确定	2026 年 6 月起草中
波兰	计划禁止 15 岁以下使用社交媒体，小学禁用手机	2026 年 2 月提出，待立法
法国	自 2023 年起要求 15 岁以下用户需家长同意，2025 年投票通过强化执法，非全面封禁	2025 年底提出
西班牙	计划禁止 16 岁以下使用社交媒体，强制身份验证，将最低使用年龄从 14 岁提高至 16 岁，除非获得家长同意，非全面封禁	2026 年 2 月宣布
丹麦	拟议 16 岁以下账号封禁，已获得议会联盟支持	立法预计 2026 年推进
挪威	15 岁以下实施账号限制，参考澳大利亚模式，可能包含家长权限选项	政府提案阶段，2025-2026 年推进
比利时	13 岁以下实施账号限制，与欧盟层面的 COPPA 年龄限制对齐	立法提案阶段，2025-2026 年推进
斯洛文尼亚	15 岁以下实施账号限制	仍处于探索阶段，2025-2026 年推进
葡萄牙	16 岁以下实施账号限制，议会正在研究	议会审议中，2025-2026 年推进
英国	16 岁以下潜在账号封禁，目前依据《在线安全法案》监管，仍处于封禁的探索阶段	积极审议中，2025-2026 年推进
瑞士	推进不同程度的年龄限制与家长同意机制	2025-2026 年陆续推进
其他地区		
加拿大	14 岁以下实施账号限制，联邦与省级层面协调讨论，尚未颁布封禁法案	政策审议中，2025-2026 年推进
新西兰	16 岁以下潜在账号封禁，议会委员会正在评估澳大利亚式监管框架	议会审议中，2025-2026 年推进
澳大利亚	全面禁止 16 岁以下青少年使用 TikTok、Facebook 等十大平台，强制年龄验证	2025 年底立法，2026 年实施
巴西	16 岁以下未成年人账户仅可与法定监护人绑定，禁止自报年龄，限制无限滚动、自动播放和行为推荐，非正式全面封禁	2026 年 3 月生效
印度尼西亚	计划禁止 16 岁以下使用社交媒体，账号封禁 (草案)	2026 年 3 月起实施，逐步推行至所有平台
马来西亚	16 岁以下实施账号封禁，需平台牌照 + 年龄验证	2025 年法案通过，2026 年分阶段执行

资料来源：各国与地区政府官网，华泰研究

图表7: Meta Family of Apps 的用户数据

日期	移动端MAU同比增速				移动端总时长同比增速			
	Facebook	Instagram	Messenger	WhatsApp	Facebook	Instagram	Messenger	WhatsApp
2023/01	2.9%	11.7%	-4.2%	6.9%	4.3%	18.4%	-5.0%	-1.9%
2023/02	2.9%	11.8%	-4.1%	7.0%	4.4%	22.8%	-6.6%	-0.4%
2023/03	2.9%	11.3%	-4.2%	7.0%	2.6%	27.3%	-7.3%	1.0%
2023/04	3.1%	11.4%	-4.5%	6.5%	4.2%	29.9%	-5.2%	0.2%
2023/05	2.7%	10.7%	-4.4%	6.4%	-0.2%	28.3%	-6.4%	1.9%
2023/06	1.8%	10.8%	-5.1%	6.0%	-0.8%	30.6%	-9.0%	1.3%
2023/07	1.1%	10.7%	-6.2%	6.2%	-1.7%	34.0%	-7.7%	2.1%
2023/08	0.1%	10.4%	-5.7%	6.1%	-1.4%	35.2%	-7.2%	2.2%
2023/09	0.1%	10.4%	-6.4%	6.5%	0.3%	33.4%	-7.4%	3.0%
2023/10	-0.3%	9.5%	-7.5%	6.3%	0.7%	29.6%	-6.7%	2.8%
2023/11	-0.5%	9.4%	-7.6%	6.2%	-1.5%	27.8%	-5.7%	2.3%
2023/12	-1.0%	8.5%	-9.1%	6.1%	-3.2%	23.7%	-6.2%	0.5%
2024/01	-1.1%	8.6%	-9.4%	6.1%	-3.6%	22.4%	-5.0%	2.5%
2024/02	1.0%	9.8%	-7.4%	7.2%	0.3%	26.9%	-1.0%	6.5%
2024/03	0.9%	8.8%	-7.7%	7.4%	0.6%	22.3%	-6.1%	2.5%
2024/04	0.4%	8.1%	-7.6%	7.3%	0.1%	16.3%	-1.4%	6.4%
2024/05	1.2%	7.9%	-7.6%	7.3%	-0.1%	17.8%	-2.3%	4.6%
2024/06	3.6%	7.6%	-6.6%	7.7%	-0.7%	16.7%	-5.9%	3.6%
2024/07	3.3%	6.7%	-6.8%	7.4%	-1.9%	10.8%	-6.0%	5.3%
2024/08	3.6%	6.8%	-7.7%	7.4%	-2.5%	7.1%	-2.9%	5.6%
2024/09	3.9%	7.1%	-7.1%	7.2%	-4.8%	8.4%	-4.6%	5.8%
2024/10	4.0%	7.0%	-5.1%	7.2%	-5.8%	5.5%	-6.5%	6.6%
2024/11	4.5%	6.6%	-4.1%	7.1%	-2.5%	2.0%	-6.3%	6.5%
2024/12	5.0%	7.1%	-1.8%	7.1%	-0.3%	4.2%	-7.4%	7.4%
2025/01	5.4%	6.9%	-1.6%	6.9%	-0.9%	5.0%	-7.5%	7.2%
2025/02	2.9%	5.4%	-4.2%	6.0%	-4.7%	2.4%	-10.6%	3.6%
2025/03	2.9%	6.4%	-3.6%	5.4%	-2.4%	7.2%	-6.2%	5.5%
2025/04	3.0%	6.3%	-3.7%	5.5%	-2.6%	8.9%	-11.3%	5.2%
2025/05	3.3%	6.3%	-4.1%	5.6%	-0.4%	9.9%	-14.8%	4.6%
2025/06	1.1%	5.1%	-5.1%	5.3%	0.1%	10.6%	-9.2%	4.3%
2025/07	1.6%	4.6%	-4.3%	5.4%	-0.4%	11.1%	-4.1%	4.2%
2025/08	1.6%	4.2%	-3.7%	5.2%	-0.3%	14.9%	-7.8%	2.8%
2025/09	1.2%	3.6%	-4.2%	4.8%	2.0%	14.5%	-9.4%	3.6%
2025/10	1.5%	4.5%	-4.2%	5.2%	4.2%	18.5%	-7.6%	3.2%
2025/11	1.2%	4.0%	-5.2%	5.2%	3.0%	17.8%	-9.2%	3.1%
2025/12	1.1%	3.9%	-5.8%	5.1%	-1.2%	16.4%	-7.7%	3.1%
2026/01	0.7%	3.7%	-6.1%	4.7%	0.0%	15.1%	-8.7%	2.3%
2026/02	0.3%	3.2%	-6.8%	3.9%	-0.2%	13.3%	-7.7%	0.9%
2026/03	0.6%	3.1%	-7.2%	3.7%	1.4%	15.7%	-8.1%	1.1%
2026/04	1.0%	3.4%	-6.3%	3.7%				

日期	移动端DAU同比增速				移动端DAU/MAU			
	Facebook	Instagram	Messenger	WhatsApp	Facebook	Instagram	Messenger	WhatsApp
2023/01	2.1%	10.1%	-4.0%	7.9%	63.2%	68.7%	42.2%	81.5%
2023/02	2.1%	10.2%	-4.0%	7.5%	63.5%	69.1%	43.0%	82.4%
2023/03	1.9%	10.3%	-4.0%	7.3%	65.4%	72.3%	44.9%	86.7%
2023/04	2.1%	10.6%	-5.1%	6.5%	65.6%	72.9%	45.6%	87.5%
2023/05	1.1%	9.7%	-5.1%	6.0%	65.3%	72.5%	45.4%	86.9%
2023/06	-0.5%	10.6%	-5.5%	5.7%	65.1%	72.2%	45.3%	87.1%
2023/07	-1.4%	11.6%	-6.0%	5.7%	64.4%	72.0%	45.0%	86.6%
2023/08	-2.1%	11.8%	-5.4%	5.7%	63.7%	71.5%	44.9%	86.3%
2023/09	-2.3%	11.5%	-5.7%	6.1%	64.4%	71.9%	45.2%	87.2%
2023/10	-2.6%	10.8%	-6.8%	5.9%	64.2%	72.2%	45.0%	87.9%
2023/11	-2.5%	10.2%	-6.9%	5.8%	64.2%	72.3%	45.3%	87.9%
2023/12	-3.0%	8.9%	-7.8%	5.2%	63.6%	72.3%	45.2%	87.7%
2024/01	-3.3%	9.0%	-7.5%	5.7%	63.8%	72.6%	45.5%	88.1%
2024/02	-1.1%	9.9%	-7.4%	6.8%	64.4%	73.1%	46.2%	88.7%
2024/03	-0.5%	8.9%	-7.9%	7.3%	63.8%	72.1%	45.6%	88.6%
2024/04	-0.2%	8.3%	-7.2%	7.3%	63.9%	72.0%	45.9%	89.0%
2024/05	0.8%	7.7%	-7.3%	7.3%	64.2%	72.0%	46.1%	89.1%
2024/06	2.3%	6.4%	-6.5%	7.5%	64.5%	72.0%	46.2%	89.1%
2024/07	3.0%	4.9%	-7.1%	7.7%	64.2%	71.5%	45.5%	88.7%
2024/08	3.6%	4.4%	-7.2%	7.5%	64.0%	71.3%	45.4%	88.7%
2024/09	4.3%	4.2%	-6.8%	7.3%	64.2%	71.6%	45.7%	89.2%
2024/10	4.3%	3.9%	-4.8%	7.3%	63.8%	71.3%	45.5%	89.0%
2024/11	4.6%	3.1%	-3.9%	7.1%	63.7%	71.6%	45.8%	89.1%
2024/12	5.4%	3.4%	-1.9%	7.7%	63.2%	71.7%	45.4%	88.9%
2025/01	5.3%	2.6%	-2.1%	7.1%	63.3%	71.6%	45.6%	88.9%
2025/02	3.0%	1.9%	-3.2%	6.1%	63.9%	72.0%	46.3%	89.1%
2025/03	1.9%	2.7%	-3.2%	5.3%	63.2%	71.5%	45.7%	88.8%
2025/04	1.5%	3.1%	-3.7%	5.2%	63.3%	71.5%	45.6%	88.9%
2025/05	1.0%	3.2%	-4.7%	5.0%	63.2%	71.4%	45.7%	88.9%
2025/06	0.0%	2.8%	-5.7%	4.9%	63.0%	71.9%	46.0%	88.8%
2025/07	-0.2%	2.3%	-4.8%	4.8%	62.6%	72.0%	45.6%	88.3%
2025/08	-0.6%	2.4%	-5.1%	4.7%	62.5%	72.2%	45.5%	88.4%
2025/09	-1.2%	2.1%	-5.9%	4.4%	62.6%	72.3%	46.1%	88.8%
2025/10	-1.0%	3.3%	-6.8%	4.6%	62.3%	72.1%	45.8%	88.7%
2025/11	-1.1%	3.0%	-7.8%	4.5%	62.4%	72.2%	46.1%	88.7%
2025/12	-1.5%	3.4%	-8.9%	4.2%	61.9%	71.9%	46.1%	88.2%
2026/01	-1.2%	3.6%	-9.1%	3.0%	61.9%	71.9%	46.5%	88.5%
2026/02	-1.3%	2.9%	-9.1%	2.2%	62.5%	72.1%	46.3%	88.8%
2026/03	-0.4%	3.2%	-9.6%	1.8%	62.3%	71.6%	45.6%	88.7%
2026/04	-1.7%	2.9%	-9.4%	1.4%	62.9%	71.6%	45.9%	88.9%

资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

盈利预测

我们上调 26-28 年公司营收预测 0.7%、0.1%与 0.2%至 2557 亿、3041 亿、3541 亿美元，主因 Meta 新模型发布后有望改善用户参与度。我们调整 26-28 年净利润预测 12.5%、-2.6%与 -3.2%至 861、876、1023 亿美元，26 年上调主因 1Q 净利润提升，27-28 年下调主因公司研发费用与折旧上升。

图表8: Meta 盈利预测

Meta财务预测								
美元 (百万)	USD mn	2025	2026E	2027E	2028E	1Q26	2Q26E	3Q26E
1. 收入	1.Revenue	200,965	255,722	304,114	354,140	56,311	60,967	64,266
YOY (%)	YOY (%)	22.2%	27.2%	18.9%	16.4%	33.1%	28.3%	25.4%
a.Family of Apps (FOA)	a.Family of Apps (FOA)	198,758	253,206	301,095	350,548	55,909	60,520	63,702
YOY (%)	YOY (%)	22.4%	27.4%	18.9%	16.4%	33%	28%	25%
i.广告业务	i.Advertising	196,174	249,356	296,359	344,817	55,024	59,680	62,716
YOY (%)	YOY (%)	22.1%	27.1%	18.8%	16.4%	32.9%	28.2%	25.2%
北美地区	US & Canada	79,844	86,044	91,835	98,016	-71,694	24,626	24,642
YOY (%)	YOY (%)	15.8%	7.8%	6.7%	6.7%	-372.4%	8.0%	7.5%
欧洲地区	Europe	42,510	46,123	49,122	52,314	-37,436	13,832	12,719
YOY (%)	YOY (%)	18.2%	8.5%	6.5%	6.5%	-351.6%	8.5%	8.5%
亚洲地区	Asia-Pacific	36,092	40,604	45,070	50,028	-37,508	13,762	13,706
YOY (%)	YOY (%)	16.8%	12.5%	11.0%	11.0%	-399.6%	12.5%	12.5%
其他地区	Rest of World	23,145	26,848	30,473	34,587	-25,849	9,957	9,675
YOY (%)	YOY (%)	22.3%	16.0%	13.5%	13.5%	-395.8%	16.0%	16.0%
ii. 其他业务	ii.Other Revenue	2,584	3,850	4,736	5,730	885	840	987
YOY (%)	YOY (%)	50.1%	49.0%	23.0%	21.0%	73.5%	44.0%	43.0%
b.Reality Labs	b.Reality Labs	2,207	2,516	3,019	3,593	402	448	564
YOY (%)	YOY (%)	2.8%	14.0%	20.0%	19.0%	-2.4%	21.0%	20.0%
2. 毛利润	2.Gross Profit	164,791	204,066	238,121	276,583	46,093	48,548	50,953
YOY (%)	YOY (%)	22.7%	23.8%	16.7%	16.2%	32.7%	24.4%	21.2%
毛利率	GPM	82.0%	79.8%	78.3%	78.1%	81.9%	79.6%	79.3%
3. 经营利润	3.Operating Profit	83,276	89,758	99,749	116,866	22,872	21,357	21,870
YOY (%)	YOY (%)	20.0%	7.8%	11.1%	17.2%	30.3%	4.5%	6.5%
经营利润率	OPM	41.4%	35.1%	32.8%	33.0%	40.6%	35.0%	34.0%
a.Family of Apps (FOA)	a.Family of Apps (FOA)	102,469	112,325	123,526	137,711	26,900	27,157	27,156
YOY (%)	YOY (%)	17.6%	9.6%	10.0%	11.5%	23.6%	8.8%	8.8%
经营利润率	Segment OPM	51.6%	44.4%	41.0%	39.3%	48.1%	44.9%	42.6%
b.Reality Labs	b.Reality Labs	-19,193	-22,567	-23,777	-20,845	-4,028	-5,800	-5,286
YOY (%)	YOY (%)	8.3%	17.6%	5.4%	-12.3%	-4.3%	28.0%	19.3%
经营利润率	Segment OPM	-869.6%	-896.9%	-787.5%	-580.2%	-1002.0%	-1295.5%	-937.2%
研发费用	R&D exp	57,372	84,388	103,399	120,408	17,699	19,814	21,208
收入占比	Share of Revenue	28.5%	33.0%	34.0%	34.0%	31.4%	32.5%	33.0%
管理费用	G&A exp	12,152	15,088	17,639	19,478	2,614	3,719	4,148
收入占比	Share of Revenue	6.0%	5.9%	5.8%	5.5%	4.6%	6.1%	6.5%
销售费用	Marketing exp	11,991	14,832	17,334	19,832	2,908	3,658	3,727
收入占比	Share of Revenue	6.0%	5.8%	5.7%	5.6%	5.2%	6.0%	5.8%
4. 税前利润	Income Before Taxes	85,933	91,084	103,030	120,389	21,752	22,153	22,684
有效税率	Effective tax rate	-29.6%	-5.5%	-15.0%	-15.0%	23.1%	-15.0%	-15.0%
5. 净利润	Net Income	60,458	86,074	87,575	102,331	26,773	18,830	19,281
YOY (%)	YOY (%)	-3.1%	42.4%	1.7%	16.8%	61%	3%	612%
净利率	NPM	30.1%	33.7%	28.8%	28.9%	47.5%	30.9%	30.0%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表9: 华泰盈利预测变动 VS VA 一致预期

(美元, 百万)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	254,001	255,722	0.7	303,767	304,114	0.1	353,293	354,140	0.2
毛利润	200,153	204,066	2.0	235,723	238,121	1.0	270,622	276,583	2.2
经营利润	86,360	89,758	3.9	100,546	99,749	-0.8	116,940	116,866	-0.1
GAAP净利润	76,520	86,074	12.5	89,953	87,575	-2.6	105,754	102,331	-3.2
(%)									
毛利率	78.8%	79.8%	1.0	77.6%	78.3%	0.7	76.6%	78.1%	1.5
经营利润率	34.0%	35.1%	1.1	33.1%	32.8%	(0.3)	33.1%	33.0%	(0.1)
净利率	30.1%	33.7%	3.5	29.6%	28.8%	(0.8)	29.9%	28.9%	(1.0)
(美元, 百万)	2026E			2027E			2028E		
	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	255,722	250,442	2.1	304,114	296,798	2.5	354,140	344,787	2.7
毛利润	204,066	198,222	2.9	238,121	230,922	3.1	276,583	263,785	4.9
经营利润	89,758	86,896	3.3	99,749	101,685	-1.9	116,866	120,154	-2.7
GAAP净利润	86,074	76,350	12.7	87,575	88,744	-1.3	102,331	104,330	-1.9

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 822.32 美元（前值 896 美元），对应 26 年 24.5 倍 PE（前值 29.65 倍），对比 26 年可比公司 29.2 倍 PE 均值（前值 28.6 倍），溢价转为折价主因 Meta 中长期高额资本支出回报尚存不确定性。维持“买入”评级。

图表10：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	86,074
PE倍数	PE multiple	24.50
稀释总股本预测, 百万	Shares outstanding,mn	2,564
目标价,美元	Target price,USD	822.32

资料来源：华泰研究预测

图表11：可比公司估值

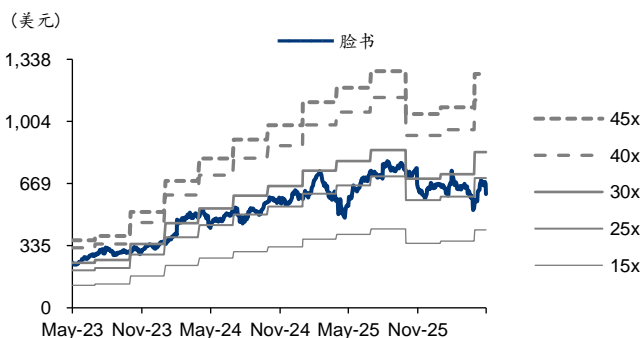
公司	股票代码	交易货币	股价	营业收入增长 (%)			净利润增长 (%)			PE (x)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
在线广告												
微软 (FY+1)	MSFT US	USD	424.5	16%	17%	17%	11%	17%	16%	25.6	21.7	na
亚马逊	AMZN US	USD	263.0	13%	12%	7%	11%	21%	24%	33.4	27.7	22.0
苹果(FY+1)	AAPL US	USD	270.2	7%	7%	7%	8%	8%	8%	28.7	26.0	na
谷歌	GOOG US	USD	347.3	20%	18%	16%	13%	11%	16%	29.4	25.5	22.0
市值加权平均PE										29.2	25.2	22.0

注：截止 4 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

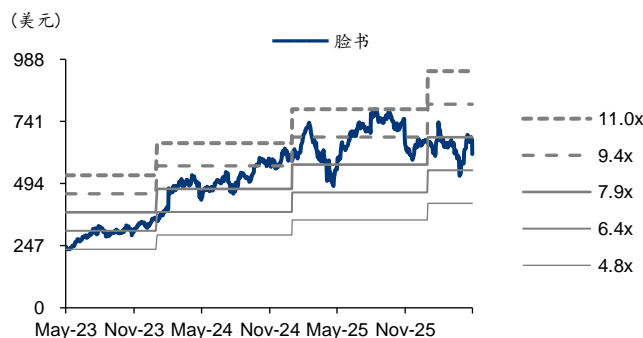
1. 用户增长不及预期：目前 Meta 社交平台的全球渗透率进入瓶颈期，Facebook 主平台用户增长几近饱和。分地区看，欧美地区用户增长逐步停滞，亚太区增长也有放缓趋势。
2. 短视频市场竞争加剧：Meta 推出的 Reels 作为业务新增长点，正面临来自 TikTok 的直接竞争。如果 Reels 的发展不及预期，流量增速放缓，或者广告 ROI 不高，将影响公司长期广告收入。
3. 全球隐私政策调整和罚款：数据安全已成为全球关注的焦点。Meta 需要应对不同国家的监管要求和可能的政策变化，可能面临部分罚没费用。

图表12：脸书 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表13：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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	164,500	200,965	255,722	304,114	354,140
销售成本	(30,162)	(36,174)	(51,656)	(65,993)	(77,557)
毛利润	134,338	164,791	204,066	238,121	276,583
销售及分销成本	(11,347)	(11,991)	(14,832)	(17,334)	(19,832)
管理费用	(9,739)	(12,152)	(15,088)	(17,639)	(19,478)
其他收入/支出	(43,872)	(57,372)	(84,388)	(103,399)	(120,408)
财务成本净额	1,284	2,657	1,326	3,281	3,524
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	70,664	85,933	91,084	103,030	120,389
税费开支	(8,304)	(25,475)	(5,010)	(15,454)	(18,058)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	62,360	60,458	86,074	87,575	102,331
折旧和摊销	(15,498)	(18,616)	(28,239)	(49,232)	(67,289)
EBITDA	84,878	101,892	117,997	148,981	184,155
EPS (美元, 基本)	24.50	23.76	33.82	34.41	40.21

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	22,230	27,130	36,418	52,630	68,939
现金及现金等价物	43,889	35,873	16,177	33,977	51,534
其他流动资产	33,926	45,719	57,754	57,754	57,754
总流动资产	100,045	108,722	110,350	144,361	178,227
固定资产	121,346	176,400	279,824	397,854	525,342
无形资产	20,654	24,534	24,748	24,748	24,748
其他长期资产	34,009	56,365	81,535	108,878	131,989
总长期资产	176,009	257,299	386,107	531,480	682,079
总资产	276,054	366,021	496,457	675,841	860,306
应付账款	31,654	39,623	59,511	104,472	141,250
短期借款	1,942	2,213	3,726	5,890	7,591
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动负债	33,596	41,836	63,236	110,362	148,841
长期债务	47,118	81,684	90,917	109,614	124,309
其他长期债务	12,703	25,258	32,024	48,423	66,237
总长期负债	59,821	106,942	122,940	158,037	190,546
股本	83,228	95,793	109,616	123,605	139,896
储备/其他项目	99,409	121,450	200,664	283,836	381,023
股东权益	182,637	217,243	310,280	407,442	520,918
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	182,637	217,243	310,280	407,442	520,918

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	25.65	26.04	18.23	17.70	14.84
PB	8.53	7.17	5.02	3.82	2.99
EV EBITDA	18.51	15.96	14.10	11.30	9.23
股息率 (%)	0.33	0.34	0.28	0.28	0.33
自由现金流收益率 (%)	2.61	0.43	(0.63)	0.35	0.22

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	84,878	101,892	117,997	148,981	184,155
融资成本	(1,284)	(2,657)	(1,326)	(3,281)	(3,524)
营运资本变动	1,050	(885.00)	3,458	38,668	31,568
税费	(8,304)	(25,475)	(5,010)	(15,454)	(18,058)
其他	14,988	42,925	31,961	41,535	47,773
经营活动现金流	91,328	115,800	147,081	210,449	241,915
CAPEX	(37,256)	(69,691)	(126,285)	(167,263)	(194,777)
其他投资活动	(9,894)	(32,312)	(14,681)	0.00	0.00
投资活动现金流	(47,150)	(102,003)	(140,966)	(167,263)	(194,777)
债务增加量	10,441	29,918	(12.00)	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(5,072)	(5,324)	(4,327)	(4,403)	(5,145)
其他融资活动现金流	(46,150)	(44,952)	(17,025)	(20,984)	(24,435)
融资活动现金流	(40,781)	(20,358)	(21,365)	(25,387)	(29,579)
现金变动	3,397	(6,561)	(15,250)	17,799	17,558
年初现金	42,827	45,438	38,877	23,627	41,427
汇率波动影响	(786.00)	0.00	0.00	0.00	1.00
年末现金	45,438	38,877	23,627	41,427	58,986

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	21.94	22.17	27.25	18.92	16.45
毛利润	23.31	22.67	23.83	16.69	16.15
营业利润	48.40	20.03	7.78	11.13	17.16
净利润	59.50	(3.05)	42.37	1.74	16.85
EPS	59.50	(3.05)	42.37	1.74	16.85
盈利能力比率 (%)					
毛利率	81.66	82.00	79.80	78.30	78.10
EBITDA	51.60	50.70	46.14	48.99	52.00
净利率	37.91	30.08	33.66	28.80	28.90
ROE	37.14	30.24	32.63	24.40	22.05
ROA	24.66	18.83	19.96	14.94	13.32
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	2.83	22.11	25.29	20.01	15.43
流动比率	2.98	2.60	1.75	1.31	1.20
速动比率	2.98	2.60	1.75	1.31	1.20
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.65	0.63	0.59	0.52	0.46
应收账款周转天数	46.17	44.21	44.73	52.71	61.79
应付账款周转天数	369.95	354.67	345.44	447.27	570.29
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)					
EPS	24.50	23.76	33.82	34.41	40.21
每股净资产	71.76	85.36	121.92	160.09	204.68

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、丁骄璇、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。华泰证券对本报告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2026年华泰证券股份有限公司