仅供内部参考，请勿外传

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES



证券研究报告

# 消费场景渗透，资源叙事更新与生态价值重估

## ——Meta Muse专题

2026.09.28

分析师：康雅雯
执业证书编号：S0740515080001
E-mail：kangyw@zts.com.cn

分析师：晏诗雨
执业证书编号：S0740523070003
E-mail：yansy@zts.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

# 目录

CONTENTS


1 产品定位：高执行能力、零学习成本、强安全授权

2 商业化测算：资源消耗结构变化，流量入口重构

3 投资建议

仅供内部参考，请勿外传

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

1

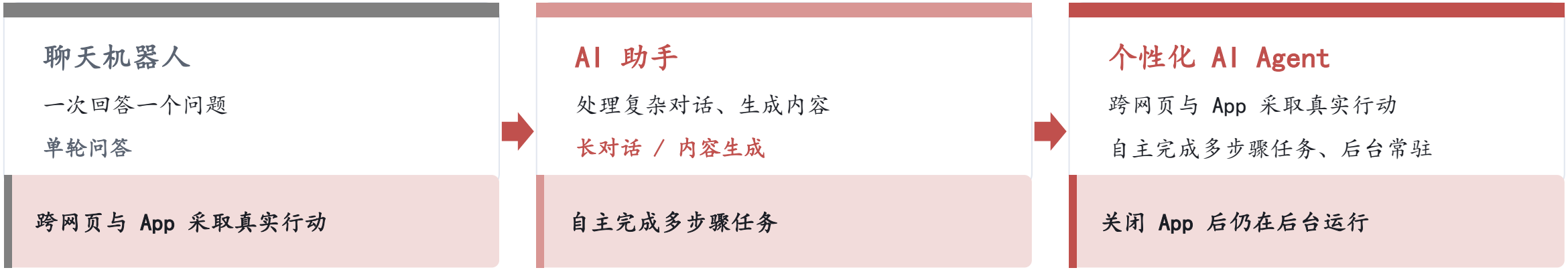
# 产品定位：高执行能力、零学习成本、强安全授权

仅供内部参考，请勿外传

# 产品定位：从“会聊天”到“会干活”，把Agent塞进日常入口

- **Muse是Meta推出的个性化AI Agent：**能替用户在网页和App里真实执行多步骤任务，关闭应用后仍在后台运行。
- **“后台常驻”为重要分水岭：**从“给答案”到“做事情”，从“在线才有响应”到“关掉App仍在推进”。
- **Meta Muse目前仅限美国与加拿大的18岁及以上用户使用，需要Meta账号登录：**WhatsApp内可直接对话调用Muse，移动端可通过App Store、Google Play下载App，也支持网页端直接访问。
- **采用“慷慨免费层 + 两档订阅”定价策略：①免费档：**每周1亿Token，全部Agent功能可用，额度耗尽需等待重置；**②Power（进阶订阅）：**网页版$16/月，iOS端$20/月，每周额度5亿Token；**③Maximum（最高档）：**网页版$80/月，iOS端$100/月，每周额度30亿Token。
- **Muse上线后的早期表现强劲。**据Apptopia，截至9月25日，累计下载量超340万次，连续两周位居美加App Store免费榜第一。据Similarweb,Muse美国移动端日活跃用户在11天内增长约10倍，达到约70万，是ChatGPT上线初期同期DAU（23.1万）的近3倍。

图：AI产品形态的三层演进




来源：中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

# 能力拆解：高执行能力、零学习成本、强安全授权设计

- **Muse的主要功能：**回答问题、生成图片、创建文档；浏览网页、下单购买；通过连接器连接日常App与服务；设置提醒、追踪目标；后台监控；自建新工具等。
- **Muse的核心特性：①配备共享浏览器的安全电脑：**Muse Secure VM运行在持久、专属的虚拟机上，可预约、填表、处理客服（像人一样操作网页）；**②营造出如同交谈的氛围：**在手机App、Mac或WhatsApp内直接对话，只需说出“我想办成什么”，**无需学习操作界面；③审批Agent关键行动：**发邮件、下单购买等关键动作发生前需用户确认，提供完整审计轨迹：做过什么、打算做什么全部可查；**④个人数据安全且保密：**凭据存于安全库，Agent自身无法读取，结账生成一次性卡号，真实卡号对商家与Agent均不可见，符合条件的购买享Link购买保护，**对话不与广告系统共享；⑤持续努力达成目标并提出建议：**给目标后自主拆解行动方案、跟踪进度，主动把任务从用户待办里拿走，并带着建议回来；**⑥与应用协同并自建工具：**可连接邮箱、日历、Instagram 等日常应用，若任务缺少所需工具则会自己造一个。

图：云端 VM 的执行流程

| | |
|---|---|
| ① 下达任务 | 用聊天方式说出想办成的事 |
| ② 规划拆解 | 判断所需技能，制定方案 |
| ③ 执行操作 | VM中浏览网页、调用 App、完成交易 |
| ④ 汇报结果 | 带着结果与建议回来，等待拍板 |

图：安全与授权机制

**关键动作先审批：**
发邮件、下单购买等动作发生前需用户确认

**授权颗粒度可选：**
允许一次/始终允许/拒绝，可按连接管理默认权限

**凭据隔离：**
登录凭据存于安全库，Agent自身无法读取

**一次性卡号：**
结账时生成一次性卡号，真实卡号不可见

**全程可查：**
审计轨迹、活动记录、权限管理与问题上报

*来源：Meta Muse官网，中泰证券研究所*

仅供内部参考，请勿外传

# 生态延展：扩展连接器与硬件生态，走向个人超级智能

- **9月23日，Meta举行年度Connect开发者大会，扎克伯格将Muse称为Meta未来AI愿景的“核心”，Reality Labs正在将重心转向打造个人超级智能的终端设备。**
- **Muse新增关键能力。（1）Mac端计算机使用能力。**Muse Mac应用推出，同时加入了新的听写能力。**（2）邮件功能正在开发。**Muse可加入邮件线程，或者转发给Muse代为处理邮件。**（3）连接器扩展能力的重要基础。**此前已经接入Spotify、OpenTable、Plaid、Ticketmaster等服务，新增沃尔玛、百思买、Gap、丝芙兰、Wayfair等零售商，Expedia等旅行服务，以及Instacart等杂货配送平台；工作场景新增连接器包括Box、GitHub、Granola和Notion；与Stripe、Shopify展开合作；接入Shop Pay，PayPal支付支持逐步增加。**（4）开放Muse连接器平台。**Meta超级智能实验室正在从零构建面向个人智能体的模型。**（5）接入硬件生态。**接入AI眼镜实现全天免提使用。
- **公布小型AI硬件Muse Charm，硬件生态进一步扩充。**Muse Charm可以放进口袋或挂在钥匙扣上，为不佩戴眼镜的用户提供独立调用Muse的入口，也可以帮助Muse感知用户周围的环境。

图：Muse十大更新

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| ① AR 眼镜 Muse 将接入 Meta AI Glasses | ② 视觉理解 可基于用户眼前的物体执行任务 | ③ 语音模式 支持更长、更连续的语音对话 | ④ 零售连接器 扩展购物与支付能力 | ⑤ 新增零售商 Walmart、Best Buy、Gap、Sephora、Wayfair等 |
| ⑥ 支付 接入 Shop Pay 与 PayPal | ⑦ 旅行与本地服务 Expedia、Instacart 加入生态 | ⑧ 工作场景 Notion、Granola、GitHub、Box | ⑨ Agent 自有邮箱 Muse 将拥有独立邮箱地址 | ⑩ 新硬件 推出 Muse Charm |

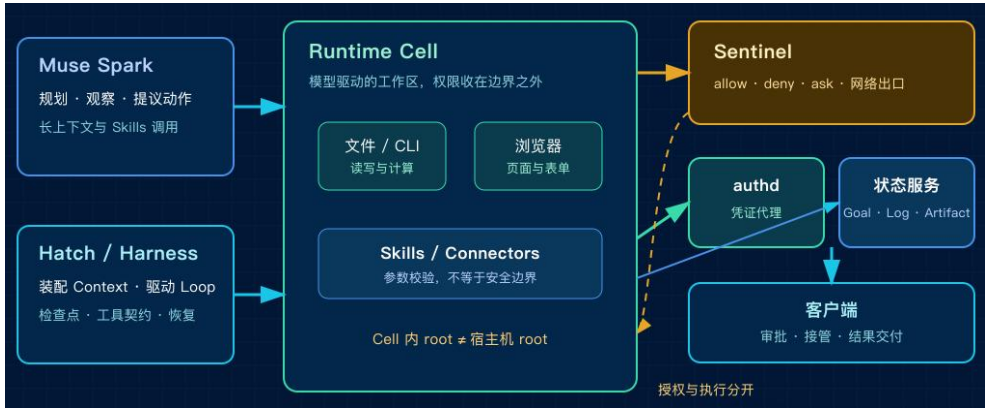
*来源：Meta Connect 2026，中泰证券研究所*

仅供内部参考，请勿外传

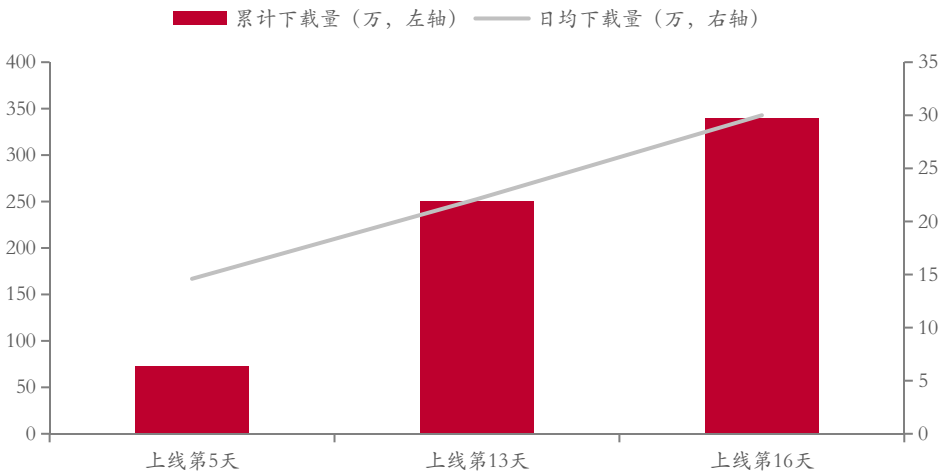
# 产品新意：第一变量是分发，第二变量是架构

- **Muse下载量的快速增长是Meta生态系统的分发优势、产品定位差异化、精准的发布策略的共同作用。（1）Meta生态的“零摩擦”分发。①零登录摩擦：**Muse超95%的早期用户同时也是Facebook用户，63%的用户拥有Instagram账号。**②跨平台交叉推广：**Muse已进入WhatsApp，并能连接Instagram和Facebook Marketplace来获取用户偏好以完成任务（参考Threads用户数迅速超过5亿）。**③极低的获客成本：**利用自有流量池推广AI产品，边际获客成本几乎为零。**（2）差异化的产品定位。**一方面，“代为操作”的能力构成其核心吸引力。另一方面，Muse具备跨应用的记忆能力与低上手门槛（加入根据目标和对话主动生成建议的设计，投入大量免费算力支持体验），降低普通用户的使用门槛。**（3）省钱案例构成广泛传播。**“Muse Money Challenge”鼓励分享省钱结果，给了用户尝试理由，形成传播导火索。
- **Muse的工程特点是围绕个人数据划定权限边界。**每位用户拥有Muse Secure VM（Muse安全虚拟机），作为个人数据的主要存储位置，任务执行程序与账户凭据、持久数据分开管理，Sentinel负责审核对外访问及连接器操作。**其工程价值在于将执行能力与授权边界一同组织起来：**服务已有接口时调用连接器，没有合适接口时尝试浏览器操作。接口需要合作接入，界面操作则要应对页面变化与验证。

图：Muse个人执行环境总体架构




图：Muse下载量




*来源：架构师，Sensor Tower，中泰证券研究所*

仅供内部参考，请勿外传

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

2

# 商业化测算：资源消耗结构变化，流量入口重构

仅供内部参考，请勿外传

# 商业化测算：订阅前置，商业化手段可看长

- 从规模看，预计Muse搜索广告收入＞交易佣金收入＞付费订阅收入。
- 从回收周期看，预计Muse交易佣金收入＞搜索广告收入＞付费订阅收入。

图：Muse商业化测算

| | 中性假设 | 依据 |
|---|---|---|
| 用户数量（亿人） | 5 | 截至2Q26，Meta全家族App DAP约3.6B，Threads月活3年突破5亿 |
| 付费渗透率 | 28% | 26年，美国，55%的AI用户为AI付费 |
| 付费用户数（亿人） | 1.38 | |
| 月费（$） | 20 | 高级版20$/M，顶级版100$/M |
| 订阅收入（亿美元） | 27.5 | |
| 单位用户每日查询量 | 4 | 26年，全球用户日均2.71次谷歌搜索，美国用户日均搜索4.2次 |
| 年总查询量（亿次） | 7300 | |
| 商业查询占比 | 10% | 26年，谷歌付费搜索文字广告占比约13% |
| 商业查询量（亿次） | 730 | |
| 单次商业查询变现（$） | 0.1 | 26年，谷歌搜索每次查询收入（RPS）约0.08－0.12$ |
| 广告收入（亿美元） | 73 | |
| 交易用户渗透率 | 60% | 25年，抖音电商活跃用户渗透率超60% |
| 交易用户数（亿人） | 3 | |
| 人均年均成交额（美元） | 300 | 26年，Shopify用户年花费约200$ |
| GMV（亿美元） | 900 | |
| Take Rate | 4% | 26年，Shopify与OAI合作，OAI TR约4% |
| 佣金收入（亿美元） | 36 | |
| 总收入（亿美元） | 137 | |

*来源：Meta Muse官网，Meta财报，Menlo Ventures，the STACC，OpenAI，PitchGrade，案例教学，跨境工具说，海豚研究，白鲸出海，中泰证券研究所*

仅供内部参考，请勿外传

# 产业链影响：常驻虚拟机需求有望激增

- **Muse的资源消耗结构发生巨变，非LLM基础设施（CPU、DRAM）的成本占比显著上升。**Meta为每位用户分配一台独立、持续运行的云端虚拟机，配置为2 vCPU、8GB RAM、100GB SSD。
- **CPU共享率是影响最大的单一参数。**Meta可以通过在用户之间调度CPU核心来大幅降低硬件需求。每个沙箱最多可有2-4个核心，但平均CPU利用率低于5%，因此运行的沙箱数量可以远超CPU核心数所暗示的水平。

图：Muse CPU成本测算

| | 中性假设 | 依据 |
|---|---|---|
| 用户数量（亿人） | 5 | 截至2Q26，Meta全家族App DAP约3.6B，Threads月活3年突破5亿 |
| CPU核心共享率 | 30% | |
| vCPU需求（万颗） | 238 | 单VM配置为2 vCPU，AMD Ryzen EPYC CPU可用126核/颗 |

图：Muse GPU成本测算

| | 中性假设 | 依据 |
|---|---|---|
| 用户数量（亿人） | 5 | 截至2Q26，Meta全家族App DAP约3.6B，Threads月活3年突破5亿 |
| 单位用户每日查询量 | 4 | 26年，全球用户日均2.71次谷歌搜索，美国用户日均搜索4.2次 |
| 年任务量（亿次） | 7300 | |
| 每任务Tokens | 50000 | |
| 年token（万亿） | 36500 | |
| 峰值倍数 | 2.25 | 对话服务峰值约为平均值的1.7x，对话服务峰值约为平均值的2.8x |
| GPU余量 | 25% | PARALLELIQ推荐标准生产环境保留25%负载缓冲 |
| GPU需求（万张） | 224 | RTX5090+Muse Glimmer，高并发总吞吐1,452 Token/s/卡 |

*来源：Meta财报，Wccftech，Artificial Analysis，Microsoft Azure Research，PARALLELIQ，SGLang，中泰证券研究所*

仅供内部参考，请勿外传

# 产业链影响：短期减少交易摩擦，长期重构流量入口

- 短期来看，随着 Muse等消费级AI Agent在自动比价、行程规划与预订、甚至代与客服周旋等方面的能力日臻完善，依赖自动续费周期账单、信息不对称溢价以及繁琐附加销售等“消费者惰性”的行业或将面临挤压。
- 长期来看， Agent可能重构消费互联网的流量分配方式，这是更为深远的影响。搜索、电商、OTA和本地生活平台的前端入口价值或受到影响，产业价值将在需求分配权与履约能力之间重新划分。

图：消费级AI Agent对不同应用的潜在影响

| 分类 | 受影响机制 | 影响程度 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 比价&导购类 | 自动跨平台检索商品、比价、触发降价提醒、自动下单；直接替代人工查询、价格监控动作 | 高 | 核心价值是信息差，Agent原生具备该能力，用户不再需要单独打开 |
| 旅行预订类 | 自动对比航司 / 酒店报价、筛选方案、比价、预订、对接客服改单、处理退款 | 高 | 行程规划+比价+客服沟通一体化，削弱独立OTA的信息中介价值；OTA需转型为供给API平台 |
| 通用办公SaaS | 可直接读取邮件、自动建日程、创建待办、跨应用联动 | 中 | 基础代办能力被替代；具备专业知识库、团队协作属性的SaaS仍有壁垒 |
| 专业垂直SaaS | 作为外部Agent调用其API，作为上层入口，不替代底层专业能力 | 低 | 底层专业功能难以被Agent取代；SaaS厂商可开放接口接入，增加新流量入口 |
| 内容订阅类 | 自动监测会员到期、对比套餐、寻找优惠、批量取消冗余订阅，挤压自动续费收入 | 中 | 不会完全替代内容本身，但会削弱靠自动续费、套餐捆绑带来的溢价 |
| 电商平台 | 跨平台比价，倒逼平台减少信息不对称溢价，减少捆绑附加销售 | 中 | 供给与履约仍在电商平台；平台溢价能力下降，竞争转向库存、物流、独家商品 |
| 搜索入口类 | 用户直接下达任务，后台自动检索、整合结果，减少用户主动打开频次 | 中 | 仍依赖搜索获取信息；改变用户交互形态，降低搜索流量 |
| 社交/通讯App | 嵌入生态，作为增强层，不替代社交关系与人与人沟通 | 低 | 依托社交生态，属于协同增益而非替代 |

来源：中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

# 3 投资建议

仅供内部参考，请勿外传

# 投资建议

- 一方面，消费级Agent的竞争重点正在由单一模型能力转向“模型、算力、持久化上下文、安全执行及分发入口”的综合能力。Agent开始从低频问答工具转变为能够管理个人事务的长期入口。随着用户逐步交付数据、偏好及服务权限，产品黏性和转换成本有望持续提升。
- 另一方面，Agent可能重构消费互联网的流量分配方式。搜索、电商、OTA和本地生活平台的前端入口价值或受到影响，产业价值将在需求分配权与履约能力之间重新划分。消费级Agent有望沿“免费获客、付费订阅、交易分成”逐步推进。
- 建议关注：腾讯控股、阿里巴巴。

图：AI Agent相关公司估值表

| 公司 | 股价 | EPS | | | | | PE | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 腾讯控股 | 439.8 | 24.49 | 28.54 | 29.74 | 30.92 | 33.06 | 16 | 14 | 13 | 13 | 12 |
| 阿里巴巴 | 107.7 | 7.94 | 3.24 | 5.27 | 7.39 | 9.23 | 12 | 30 | 18 | 13 | 10 |
| 谷歌 | 343.9 | 9.19 | 10.55 | 14.09 | 17.82 | 21.85 | 37 | 33 | 24 | 19 | 16 |
| 亚马逊 | 249.7 | 6.36 | 7.41 | 10.22 | 13.04 | 16.61 | 39 | 34 | 24 | 19 | 15 |
| 微软 | 516.2 | 17.31 | 20.91 | 24.58 | 29.17 | 35.42 | 30 | 25 | 21 | 18 | 15 |
| META | 751.7 | 27.23 | 32.69 | 34.15 | 40.32 | 47.76 | 28 | 23 | 22 | 19 | 16 |

*来源：Bloomberg，中泰证券研究所*
*注：除腾讯控股外，其他企业盈利预测来自彭博一致预期；腾讯、阿里股价单位为港元，EPS单位为元；谷歌、亚马逊、微软、META股价和EPS单位为美元；微软财年截至6月30日；股价选取2026年9月28日收盘价。*

仅供内部参考，请勿外传

# 风险提示

- **全球宏观经济波动风险：**全球经济不确定性增加，关税措施升级可能加剧经济衰退担忧，进而引发公众消费意愿降低，同时导致出口成本抬升。
- **用户增长不及预期风险：**流量为平台变现基础，若用户增长不及预期，或导致流量规模及质量降低，影响收入及利润。
- **行业竞争加剧风险：**Agent赛道竞争白热化，若其他平台持续分流用户，流量获取与商业化增长或将承压。
- **测算偏差和研报信息更新不及时风险。**

仅供内部参考，请勿外传

# 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。