



# 〔投資研究報告〕

2026/6/24

## META： 沒有雲可攤的 AI 帳單

### 目錄

- 一、 折價來源
- 二、 廣告引擎
- 三、 用戶拐點
- 四、 錢坑與紀律
- 五、 Llama 生態，Muse 前沿
- 六、 MTIA 成本槓桿
- 七、 融資品質
- 八、 估值與情境

# 廣告引擎、Muse 前沿與重資產折價

2026/6/24 新光投顧

Meta 的 AI 資本支出折價，源自與微軟、亞馬遜、Alphabet 不同的回收結構。公司沒有雲端業務可將算力對外出租，AI 投資必須由廣告效率、內容推薦、商家工具、Meta AI 入口、開源模型生態與自研晶片共同回收。市場給予折價，反映資本回收集中於廣告引擎，且自由現金流對 CapEx 上修高度敏感。

2026 年資本支出指引升至 1,250 億至 1,450 億美元，包含融資租賃本金支付。上限較前次區間高出 100 億美元，接近 2025 年 722 億美元資本支出的兩倍。上修主因包括記憶體等零組件價格上漲，以及支援未來產能的資料中心成本。投資人要求更高證據，證明 AI CapEx 可轉化為 CPM 溢價、ARPU 提升、推薦效率、Meta AI 使用者黏著與推論成本下降。

Q1 2026 的營運基本盤仍強。營收 563.1 億美元，年增 33%，固定匯率年增 29%；廣告曝光年增 19%，每則廣告平均價格年增 12%；營業利率 41%；自由現金流 123.9 億美元；現金與有價證券 811.8 億美元。管理層仍預期 2026 年營業利益高於 2025 年。這些數字支撐 Meta 具備承受重資產週期的財務緩衝。

折價的承重點在中期。Reality Labs 單季虧損 40.3 億美元，DAP 出現合併口徑下少見季減，CapEx 接近翻倍，廣告業務承擔主要現金回收責任。Advantage+、Value Optimization、Muse Spark、Llama 5、MTIA 與 Reality Labs 費用收縮，構成折價修復的五條線。任何一條無法轉化為收入、成本或現金流改善，估值倍數均會受壓。

## 目錄

- 一、 折價來源
- 二、 廣告引擎
- 三、 用戶拐點
- 四、 錢坑與紀律
- 五、 Llama 生態，Muse 前沿
- 六、 MTIA 成本槓桿
- 七、 融資品質
- 八、 估值與情境

## 一、折價來源

Meta 的折價核心是「無雲攤提」下的資本回收折價。

微軟、亞馬遜與 Alphabet 可將 AI 基礎設施轉化為外部雲端收入。算力既支援自家產品，也能銷售給第三方企業與開發者。Meta 的 AI 基礎設施主要服務 Facebook、Instagram、WhatsApp、Messenger、Threads、Meta AI、智慧眼鏡、廣告投放與內容推薦。外部收入管道有限，資本回收更依賴廣告價格、用戶參與、轉換率與商家投放效率。

這種結構使估值對回報週期更敏感。AI 投資若提高廣告主 ROAS，Meta 可透過更高 CPM 與廣告價格回收成本；AI 投資若僅停留在模型訓練、推論體驗與用戶互動，資產周轉率將低於雲端同業。折價反映商業模式差異，支出金額只是表面變數。

資本支出上修的時點加劇折價。Q1 自由現金流仍為正值，現金部位充足，但 1,450 億美元 CapEx 上限使 2026 後段自由現金流面臨壓力測試。市場未把 Meta 定價為資金鏈脆弱公司，市場折現的是廣告引擎對 AI 帳單的承載能力。

## 二、廣告引擎

廣告引擎仍是 Meta 抵禦重資產折價的核心資產。

Q1 營收 563.1 億美元，年增 33%，固定匯率年增 29%；廣告曝光年增 19%，平均廣告價格年增 12%。量與價同步擴張，顯示廣告庫存需求與定價能力仍在。Family of Apps 貢獻主要營收與全部營業利益，營業利率率守在 41%。Advantage+ 與 Value Optimization 是 AI 內部變現的主要證據。兩者的經濟價值在於提升廣告主 ROAS，將媒體購買、受眾選擇、素材組合、轉換預測與投放優化交給模型。廣告主若取得更高 ROAS，Meta 便具備調高 CPM 與廣告價格的基礎。Q1 平均廣告價格年增 12%，已經反映 AI 工具對廣告定價的貢獻。

Value Optimization 年化營收超過 200 億美元，年增逾一倍。這組數字應被視為 AI CapEx 的內部變現樣本。Meta 的算力投資若能持續提高廣告庫存的經濟價值，無雲折價具備修復條件。

風險在廣告引擎的單一承載。Family of Apps 幾乎承擔全部營業利益，也承擔 AI CapEx 回收任務。平均廣告價格年增若降至個位數、曝光增速跌破 10%、中小企業與電商廣告主預算轉弱，CapEx 回收期將拉長。Meta 的估值修復，需要由廣告定價權證明，單季營收年增率不足以支撐完整重估。

### 三、用戶拐點

DAP(Daily Active People，每日活躍用戶) 季減是估值折價中的早期警訊。

2026 年 3 月 Family daily active people 為 35.6 億，年增 4%，低於 2025 年 12 月的 35.8 億。公司將季減歸因於伊朗網路中斷與俄羅斯限制 WhatsApp 存取。此解釋可部分對應區域性擾動，外部資料仍不足以證明全部季減均由該兩項因素造成。

合併口徑下的日活躍人數季減具有結構意義。Meta 過去可用用戶成長、使用時長與廣告載入量緩衝價格波動；若 DAP 動能鈍化，廣告曝光增長將更依賴推薦效率與使用時長。AI 投資的回收壓力因此提高。

DAP 恢復季增，Q1 季減可視為區域與政策擾動。DAP 連續兩季下滑，市場將把 Meta 定價為成熟流量池中的效率型平台，給予較低資產周轉假設。這會直接壓低 AI CapEx 的估值容忍度。

DAP 應列為否決級早期訊號。廣告價格可短期上升，營收也可能因匯率與定價支撐維持高增長；用戶基礎若失去季增動能，內部變現敘事將面臨更高折現率。

### 四、錢坑與紀律

Reality Labs 仍是估值折扣來源，費用紀律則提供部分對沖。

Reality Labs Q1 營收 4.02 億美元，年減 2%；營業虧損 40.3 億美元。該部門長期虧損，管理層仍預期 2026 年虧損維持高位。對股東而言，Reality Labs 仍是廣告現金流之外最直接的資本消耗項，也是市場不願給予完整平台倍數的主因之一。

成本控制已經展開。公司推動約 8,000 人裁員，占員工約一成，並削減 Reality Labs 預算，報導指向預算收縮約三成。VR、元宇宙與部分長週期硬體項目將承擔更高費用壓力。這代表管理層正在把資源從低回收項目轉向 AI、智慧眼鏡、廣告模型與推薦系統。

這組動作使多空平衡更立體。空方可指出 Reality Labs 每季仍虧損約 40 億美元；多方可指出管理層已用裁員與預算收縮替 AI CapEx 騰出利潤空間。2026 營業利益預期高於 2025 年，則是費用紀律能否抵銷 CapEx 折舊與 AI 成本的承重證據。

Reality Labs 的折價解除需要兩個條件。虧損需穩定在約 40 億美元附近或向下收斂；智慧眼鏡與 Meta AI 入口需證明可形成新使用場景。Quest 硬體銷售下滑，AI 眼鏡成長仍不足以完全對沖虧損。這條線目前仍屬選擇權價值，尚未構成完整估值支撐。

## 五、Llama 生態，Muse 前沿

Meta 的 AI 策略已由單一路線轉向雙軌結構。

Llama 5 維持開源權重，承擔生態與模型層商品化任務。開源策略的價值在於降低外部模型租金，削弱封閉模型供應商對開發者與企業的抽成能力，並維持 Meta 在開源 AI 社群中的影響力。這條路線可降低 Meta 長期依賴外部 API 的成本，也有助於推動模型標準、工具鏈與邊緣部署。

Muse Spark 則承擔前沿模型與專有護城河任務。2026 年 4 月 8 日，Meta 超智慧實驗室推出 Muse Spark，採閉源策略，不釋出權重。它是 Meta 首個閉源前沿模型，並已成為 Meta AI 產品線的核心引擎，服務 Facebook、

Instagram、WhatsApp、Messenger、Meta AI app 與智慧眼鏡等入口。這代表 Meta 已將前沿能力收回自有平台，將最具變現價值的模型能力留在封閉產品層。

雙軌策略改寫了原先的開源敘事。Llama 5 可維持生態、壓低模型層租金；Muse Spark 負責前沿能力、用戶入口與專有變現。Llama 的價值更偏防禦與標準制定，Muse 的價值更偏產品差異化與平台內部貨幣化。市場不應再把 Meta 的 AI 戰略理解為單純開源防禦。

模型性能差距也支持此種分工。Muse Spark 在 AI Index 拿到高分，較舊版 Llama 系列拉開差距，顯示 Meta 將前沿突破放在閉源產品層。若 Muse Spark 能提高 Meta AI 的使用頻率、智慧眼鏡黏著度、廣告創意工具、商家客服與內容推薦品質，它將成為無雲折價的反證：AI CapEx 仍可透過平台入口與廣告經濟內部變現。

風險在於閉源策略提高投資回報壓力。Llama 開源可取得開發者好感與外部採用；Muse 閉源則要求 Meta 直接證明用戶、使用時長、商家工具與廣告轉換率的增量。前沿模型若不能穿透到廣告與消費入口，閉源化將被市場視為高成本、低外部收入的重資產投資。

## 六、MTIA 成本槓桿

成本端是 Meta 對抗無雲折價的另一條路徑。

Meta 與博通合作推動 MTIA 自研晶片，目標在於降低推論成本、改善廣告推薦與內容排序的單位經濟，並降低對 NVIDIA GPU 的單一依賴。AMD 補位 NVIDIA、MTIA 自研、Llama 開源與 Muse 推論效率，共同構成成本控制鏈。

Meta 的 AI 工作負載高度偏向推論。廣告競價、內容推薦、商家工具、Meta AI 助理與智慧眼鏡都要求大量即時推論。若所有推論均依賴高價通用 GPU，CapEx 與折舊壓力將壓低資產回報。自研推論晶片可用更低成本處理高頻、標準化、平台內部工作負載，對 Meta 的經濟性意義高於對雲端同業。

Muse Spark 的效率敘事亦應納入成本鏈。若其以約十分之一算力達到舊版中型 Llama 4 的同等表現，代表 Meta 前沿模型並非只在堆算力，也在改善模型效率。模型效率提升可降低推論成本、提高 AI 助理與廣告工具的單位經濟，與 MTIA 的硬體優化互相放大。

時間點仍是限制。MTIA 規模化與更先進製程路線對 2026 損益表貢獻有限，Muse Spark 的效率優勢也需透過推論成本、使用量、廣告工具毛利與平台黏著度驗證。成本槓桿是中期折價修復選擇權，尚未取代 CapEx 壓力。

## 七、融資品質

Meta 發債本身不構成融資品質惡化。

公司洽談 200 億至 250 億美元投資級債，主辦行為花旗與摩根士丹利，最長期債券可至 2066 年。以 Meta 的現金水位、負債權益比與廣告現金流觀察，發債更接近最適資本結構調整。低負債公司在長天期資金可取得時鎖定資金，能提高 CapEx 與回購彈性。

結構化融資仍需監控。Meta 此前透過與 Blue Owl 合資的特殊目的公司進行大型資料中心融資，顯示 AI 基建投資已推動更複雜的融資結構。這不等於股權稀釋，但會增加市場對租賃、長期承諾、利息成本與資本回收期的敏感度。

發股傳聞應列為尾部風險。公司目前實際動作是發債與結構化融資，並未確認股權融資。若未來正式發股，代表 AI 基建支出超過內部現金流與債務容量的舒適區，估值錨將下移至 20 倍以下。

融資品質結論偏中性。發債不是空方核心證據；CapEx、資料中心融資與潛在發股傳聞合併觀察，市場要求較低倍數具有合理性。發債可被接受，股權融資則屬否決級訊號。

## 八、估值與情境

Meta 最新股價約 560 美元上下，市值約 1.45 兆美元，本益比約 20 倍出頭。Q1 EPS 10.44 美元包含 80.3 億美元一次性稅務利益；剔除後 EPS 約 7.31 美元。全年估值應採正規化 EPS，不宜使用含一次性稅務利益的 30 美元口徑。

以 2026 年正規化 EPS 約 27 美元作為基準，23 倍對應約 621 美元，28 倍對應約 756 美元。這組估值錨較能反映 Q1 稅務利益剔除後的獲利基礎。現價相對 23 倍基準仍有修復空間，但 28 倍樂觀情境需要四項條件：平均廣告價格維持雙位數年增、DAP 恢復季增、Reality Labs 虧損穩定、CapEx 上限不再上修。

下行情境的觸發清晰。Q2 營收若未達 580 億至 610 億美元指引高端、平均廣告價格年增降至個位數、DAP 連續季減、Reality Labs 虧損擴大至 45 億美元以上、CapEx 上限再度上修或發股確認，估值錨將往 20 倍以下移動。此時 Meta 將被定價為成熟廣告平台承擔 AI 基建風險。

基準情境下，Meta 的風險報酬已由極端偏多轉為條件式修復。廣告引擎仍強，AI 內部變現已有初步證據；無雲攤提、用戶季減、Reality Labs 與 CapEx 壓力仍限制倍數。Q2 與下半年廣告定價權，是折價修復的分水嶺。

## 交易儀表板

觀察變數	正向條件	負向條件	部位含義
Q2 營收	落在 580–610 億美元指引高端	低於指引中位數	廣告引擎強弱確認
平均廣告價格	維持雙位數年增	降至個位數	CPM 溢價受壓
廣告曝光	維持中高雙位數增長	跌破 10%	推薦效率與流量轉弱
DAP	恢復季增	連續兩季下滑	用戶基礎轉弱，否決級
Reality Labs	單季虧損穩在 40 億美元附近或收斂	虧損擴大至 45 億美元以上	錢坑折價加深
2026 CapEx	維持 1,250–1,450 億美元	上限再度上修	FCF 壓力延長

FCF	長天期債務順利定價，無發股	發股確認	融資品質重定價
Advantage+ / VO	ROAS 改善推動 CPM	廣告主預算縮減	AI 內部變現成敗
Llama / Muse	開源生態延續、Muse 使用擴大	Muse 採用低於預期	AI 入口變現受阻
MTIA / 效率	推論成本下降、效率優勢落地	成本未降、GPU 依賴延續	中期折價修復或延後

## 結論

Meta 的重資產折價具備基本面依據。AI CapEx 升至 1,250 億至 1,450 億美元，且沒有雲端業務可對外攤提算力成本，資本回收高度依賴廣告引擎。Reality Labs 仍每季虧損約 40 億美元，DAP 已出現季減，資本回收期與自由現金流軌跡成為估值倍數的主要約束。

折價並非單向空方。Q1 廣告業務量價齊升，營業利率守在 41%，自由現金流仍為正值，現金與有價證券達 811.8 億美元。管理層預期 2026 年營業利益高於 2025 年，並透過裁員、Reality Labs 預算收縮、MTIA 自研晶片、Llama 5 開源生態與 Muse Spark 閉源前沿，為 AI CapEx 建立成本、產品與生態回報。

估值修復的條件集中於四條線：Advantage+ 與 Value Optimization 推升 ROAS 與 CPM；DAP 恢復季增；Reality Labs 虧損穩定；Muse Spark 與 MTIA 將前沿模型能力轉化為平台使用、廣告工具效率與推論成本下降。四者同向，估值錨可由 20 倍出頭往 23 倍至 28 倍區間修復。

否決條件同樣清楚。DAP 連續季減、廣告價格年增降至個位數、Reality Labs 虧損擴大、CapEx 上限再度上修或發股籌資確認，將使市場延續無雲折價，並將 Meta 定價為成熟廣告平台承擔 AI 基建風險。

Meta 並非缺乏 AI 變現能力；其折價來自變現路徑集中與回收期不透明。廣告引擎若繼續證明 AI 能提高 ROAS 與 CPM，Muse Spark 若提高 30 億級入口的使用深度，Llama 與 MTIA 若開始壓低模型與推論成本，無雲折價具備修復條件。上述證據若未延續，1,450 億美元 CapEx 將成為估值倍數上限。



[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告