



〔投資研究報告〕

2026/7/27

AI 燒錢進入驗收期

目錄

- 一、 自由現金流的真正分界
- 二、 Microsoft：營運現金強，短壽命設備與 OpenAI 提高回報門檻
- 三、 Meta：廣告 ROI 是第一道防線，回購節奏提供資本彈性
- 四、 Alphabet 前例：外部融資是真，現金危機未成立
- 五、 台系 AI 伺服器鏈：現金轉換週期與利息費用成為盈餘閘門
- 六、 7 月 29 日交易矩陣

7 月 29 日微軟與 Meta 的 AI 資本回收攤牌

2026/7/27 新光投顧

AI 資本支出的定價主錨已由投入規模轉向**現金回收品質**。自由現金流正負只提供第一層訊號，交易判斷需同步檢查營運現金流、營運資金、資本支出壽命與外部融資。

Alphabet 第二季營運現金流 391 億美元、資本支出 449 億美元，自由現金流轉為負 59 億美元；近十二個月自由現金流仍有 533 億美元。單季負值本身不足以定義結構惡化，真正提高風險權重的組合是：上半年存貨、應收與其他資產合計吸收約 246 億美元現金，完成 496 億美元股權融資、發債淨收入 562 億美元，並暫停股票回購。

Alphabet 仍持有 2,425 億美元現金與有價證券，長期負債 982 億美元，資產負債表缺乏立即性危機。外部融資更接近一項資本結構選擇：在 AI 基建、293 億美元 Wiz 收購與營運資金需求同步擴張時，保留內部流動性並把部分投資成本轉移至債券與新股東。市場需要提高股權稀釋與資本成本折價，無須採用「現金枯竭」敘事。

微軟最近一季營運現金流 467 億美元、年增 26%；現金支付固定資產 309 億美元，自由現金流 158 億美元、年減約 22%。營運現金流仍強，資本支出增速已壓縮現金剩餘。資本支出 319 億美元中約三分之二投入 GPU、CPU 等短年限資產，第四季資本支出預計超過 400 億美元，含約 50 億美元零組件漲價。短年限伺服器的加速折舊，要求 Azure 與 AI 收入持續高速變現。

微軟亦承受 OpenAI 的雙重曝險。商用剩餘履約義務達 6,270 億美元、年增 99%，扣除 OpenAI 後成長 26%；FY26 第一季認列 OpenAI 投資虧損 31 億美元，較前一年同期 5.23 億美元增加，第三季虧損則降至 1,400 萬美元。OpenAI 同時提供 Azure 訂單與損益波動，集中度折價需要同時作用於收入能見度與投資收益。

Meta 第一季營運現金流 322 億美元、自由現金流 124 億美元，廣告曝光量與平均價格分別年增 19%與 12%。AI 變現已直接反映於廣告收入與 Family of Apps 利潤，回報週期短於大型企業雲端合約。第一季停止回購、保留 250 億美元授權，屬可調控的資本配置緩衝；現金與有價證券仍有 812 億美元。

7 月 29 日的勝負落在三個聯合條件：

1. 營運現金流能否隨營收與獲利增長；
2. 核心變現速度能否跑贏短年限設備折舊；
3. 資本支出是否開始依賴持續性股權融資或高成本負債。

微軟與 Meta 均於 7 月 29 日美股盤後公布財報。

目錄

- 一、自由現金流的真正分界
- 二、Microsoft：營運現金強，短壽命設備與 OpenAI 提高回報門檻
- 三、Meta：廣告 ROI 是第一道防線，回購節奏提供資本彈性
- 四、Alphabet 前例：外部融資是真，現金危機未成立
- 五、台系 AI 伺服器鏈：現金轉換週期與利息費用成為盈餘閘門
- 六、7 月 29 日交易矩陣

一、自由現金流的真正分界

Alphabet、Microsoft 與 Meta 目前位於不同現金流狀態：

公司 / 最近季度	營運現金流	現金型基建支出	自由現金流	核心判讀
ALPHABET 2Q26	391 億美元	449 億美元	-59 億美元	CapEx 與營運資金同時占用
MICROSOFT FY3Q26	467 億美元	309 億美元	158 億美元	OCF 增長，FCF 年減約 22%
META 1Q26	322 億美元	198 億美元	124 億美元	廣告變現仍可覆蓋基建

時點型現金消耗

資料中心完工、伺服器交付、融資租賃啟用或供應商付款集中，使單季資本支出超過營運現金流。核心收入、訂單與使用量仍加速，後續季度具備現金回補條件。

此類組合壓縮近期本益比，尚未破壞獲利循環。判讀重點為營運現金流是否維持增長，以及資本支出是否對應已投入使用的產能。

營運資金型現金消耗

應收帳款、庫存與預付款增速快於營收，營運現金流先受壓。需求持續時，資產占用可轉化為後續收入；客戶驗收或付款延後時，庫存、跌價與融資成本將同步升高。

Alphabet 上半年應收帳款吸收 69 億美元、存貨吸收 77 億美元、其他資產吸收約 100 億美元。期末存貨由 24 億美元升至 100 億美元，主要包含對外銷售 TPU 系統所需硬體。這部分現金消耗同時具有成長與執行風險。

結構型現金惡化

營業利益率、營運現金流與核心變現同步減速，資本支出仍上修，企業開始依靠反覆發債或發股維持投資。此組合將同時壓低 EPS、自由現金流與估值倍數。

Alphabet 尚未完全進入此區。第二季營業利益仍年增 30%、Cloud 營收年增 82%，公司也持有充裕流動資產；外部融資與回購暫停則顯示 AI 投資規模已改變資本配置。

二、Microsoft：營運現金強，短壽命設備與 OpenAI 提高回報門檻

微軟 FY26 第三季營收 829 億美元、年增 18%；Azure 年增 40%，AI 業務年化營收超過 370 億美元、年增 123%，Microsoft Cloud 營收 545 億美元、年增 29%。核心需求仍高於可供應產能。

現金流品質呈現分化：

- 營運現金流 467 億美元，年增 26%；
- 自由現金流 158 億美元，年減約 22%；
- 現金固定資產支出 309 億美元，年增 84%；
- 應收帳款單季吸收 47 億美元現金；

- 應付帳款則提供 23 億美元緩衝。

FCF 下降目前主要來自 CapEx，缺乏營運現金流惡化。風險位於資產壽命：第三季約三分之二資本支出投入 GPU 與 CPU；第四季短年限資產比重預計維持相近。零組件價格上升約增加 50 億美元季度 CapEx，短期現金支出與後續折舊同步抬高。

OpenAI 曝險包含三條：

- 6,270 億美元總 RPO 受 OpenAI 大型承諾推升；
- 扣除 OpenAI 後 RPO 仍成長 26%，核心企業雲需求具韌性；
- 權益法投資虧損可直接進入微軟損益表，FY26 第一季拖累淨利 31 億美元，第三季降至 1,400 萬美元。

微軟 7 月 29 日判讀線

指標	多頭續航	倍數收縮	結構風險
AZURE 增速	39%以上	35%至 39%	低於 35%
EX-OPENAI RPO	20%以上	中雙位數	低雙位數以下
營運現金流	450 億美元以上	400 億至 450 億美元	低於 400 億美元
自由現金流	維持正值	小幅轉負、OCF 仍強	轉負且 OCF 下降
CLOUD 毛利率	64%以上	接近 63%	跌破 63%
OPENAI 投資損益	缺乏重大拖累	季度波動回升	再度出現數十億美元虧損
資本支出	對應 Azure 供應與收入	超過 400 億、收入尚穩	CapEx 續升、Azure 同步降速

微軟的財報風險集中於收入增長仍快、現金轉換與毛利率持續下滑。該組合支持 EPS，限制本益比。

三、Meta：廣告 ROI 是第一道防線，回購節奏提供資本彈性

Meta 第一季營收 563 億美元、年增 33%；廣告曝光量年增 19%、平均廣告價格增加 12%，Family of Apps 營業利益 269 億美元、年增 24%。AI 推薦與廣告匹配已形成同季度變現。

第一季營運現金流 322 億美元，自由現金流 124 億美元，分別高於上年同期 240 億與 103 億美元。基建支出 198 億美元，年度資本支出指引提高至 1,250 億至 1,450 億美元。現金回收仍為正值，資本支出斜率已高於收入斜率。

股票回購需要精確定性。Meta 第一季未買回股票，上年同期回購 127.54 億美元；截至 3 月底仍有 250.3 億美元授權。公司同時持有 811.8 億美元現金與有價證券。回購暫停保留了近 130 億美元的季度資金，顯示管理層已開始使用資本回饋節奏吸收 CapEx，缺乏資金鏈耗盡含義。

Meta 的另一項調節工具為支出配置。Reality Labs 第一季虧損 40.28 億美元，較上年同期 42.10 億美元略降。削減虧損可提高短期自由現金流，也會影響長期產品選擇權；市場不會把所有費用削減視為同等品質。

Meta 7 月 29 日判讀線

指標	多頭續航	倍數收縮	結構風險
廣告曝光量	15%以上	10%至 15%	低於 10%
平均廣告價格	8%以上	3%至 8%	接近零或轉負
FOA 營業利益	增速接近收入	低於收入增速	增速低於折舊與 CapEx
營運現金流	300 億美元以上	250 億至 300 億美元	低於 250 億美元
自由現金流	維持正值	小幅轉負、廣告仍強	轉負且廣告 ROI 減速
年度 CAPEX	維持現有區間	接近上緣	再上修且變現降速
股票回購	恢復或維持彈性	持續暫停	暫停回購並新增外部融資
REALITY LABS	虧損維持約 40 億美元	接近 50 億美元	虧損擴大且廣告同步降速

Meta 的回收證據比微軟更即時。廣告價格與曝光量維持雙位數，單季 FCF 下降可歸入投資時差；廣告 ROI 與營運現金流同步減速，資本支出將直接面臨估值折價。

四、Alphabet 前例：外部融資是真，現金危機未成立

Alphabet 六月完成普通股公開發行 205 億美元、波克夏私募 100 億美元及強制轉換特別股 190 億美元，合計淨額 496 億美元；另設 400 億美元 ATM 額度，6 月底尚未使用。媒體所稱約 850 億美元完整方案，涵蓋已完成發行與潛在 ATM 額度；財務報表確認的已完成淨額為 496 億美元。

上半年債務發行淨收入 562 億美元，長期債務由 465 億美元增至 982 億美元；同期停止股票回購，仍保留 695 億美元回購授權。資本結構從淨回購轉向股權與債務融資，屬實質轉折。

流動性仍充足：6 月底現金與有價證券 2,425 億美元，超過長期債務兩倍。外部融資的合理解讀是擴大 AI 投資、收購與營運資金時，避免過度出售投資資產或消耗現金；股權稀釋與融資成本仍需進入估值模型。

Alphabet 前例提供三項市場訊號：

- FCF 轉負不足以單獨觸發長期空頭；
- 發股、發債與停止回購確認資本支出已改變資本配置；
- 充足現金只能降低償付風險，無法消除股權稀釋與邊際 ROIC 下滑。

五、台系 AI 伺服器鏈：現金轉換週期與利息費用成為盈餘閘門

CSP 資本支出上修仍支持伺服器、網通、散熱與電源訂單。台系 ODM 的財務風險集中於高價零組件墊款、存貨、應收帳款及海外擴產，營收與自由現金流可能反向運行。

緯穎第一季營收 2,765 億元、營業利益率 6.3%；公司增資美國子公司 5 億美元，官方說明用途包括充實營運資金與優化財務結構。高速成長需要更大的資產負債表支撐，訂單能見度無法取代現金流檢驗。

對低營業利益率 ODM，利息費用需升級為核心盈餘指標。短期借款與利息支出增幅超過營業利益，營收創高仍可能伴隨稅後淨利停滯；市場將由營收倍數轉向資產負債表與現金流折價。

台系供應鏈財報主錨

指標	健康放量	資金壓力	盈餘風險
營運現金流	隨營收改善	營收增、OCF 續弱	連續兩季負值
存貨天數	持平或下降	高於出貨增速	庫存與價格同步反轉
應收帳款天數	維持歷史區間	客戶延長付款	驗收延遲、壞帳風險增加
應付帳款天數	匹配存貨與應收	上游條件轉差	付款早於回款
現金轉換週期	穩定	單季增加	連續兩季惡化
短期借款	低於營收增速	快於營收	依賴借新還舊
利息費用 / 營業利益	持平或下降	持續上升	吞噬淨利增量
外部籌資用途	技術與產能	營運資金	補洞與償債

財報出現「營收創高、OCF 惡化、應收與短借同步增加、利息費用快於營業利益」時，訂單多頭將轉化為盈餘品質下修。

六、7 月 29 日交易矩陣

財報組合	MICROSOFT	META	AI 資產定價
現金回收加速	Azure 與 OCF 強、FCF 維持正值	廣告 ROI 強、FCF 正	AI 權值及供應鏈重估
時點型現金消耗	FCF 小幅負、OCF 與 RPO 維持	FCF 小幅負、廣告與 FoA 利潤強	開低後具回補條件
倍數壓縮	FCF 下降、Azure 仍穩、毛利率降	FCF 下降、廣告增速放慢	訂單維持，本益比收斂
結構惡化	OCF、Azure 與 ex-OpenAI RPO 同步弱	OCF、廣告價格及 FoA 利潤同步弱	全球 AI 總曝險下修
融資品質轉弱	OpenAI 虧損擴大並新增股權融資	回購暫停、FCF 負並新增融資	資本循環風險升級

部位戰略

財報前保留核心 AI 持股，降低槓桿與純倍數部位。台系伺服器鏈停止以營收、訂單與 CapEx 上修單獨追價，優先配置營運現金流、現金轉換週期及利息負擔較佳者。

財報後採三層執行：

- **加碼：**至少一家 FCF 維持正值，另一家即使短暫轉負，OCF 與核心變現仍加速。
- **維持核心：**FCF 下降、核心收入與現金流未轉弱，市場主要交易倍數壓縮。
- **降低總曝險：**兩家公司 OCF、核心變現與 FCF 同步惡化，並出現外部融資增加或 2027 年 CapEx 信心下降。

結論

自由現金流正負已不足以單獨判斷 AI 資本循環。營運現金流、營運資金、資產壽命與融資結構共同決定現金消耗的性質。

Alphabet 第二季負自由現金流伴隨 496 億美元已完成股權融資、562 億美元債務融資與回購暫停，資本配置出現實質轉折；2,425 億美元流動資產排除了短期現金危機。市場需要提高稀釋與資本報酬折價，尚無償付風險。

微軟營運現金流年增 26%，自由現金流 158 億美元、年減 22%。短年限設備占資本支出約三分之二，OpenAI 同時提供訂單與投資損益波動。Azure、ex-OpenAI RPO、Cloud 毛利率與 OpenAI 虧損構成 7 月 29 日的四個主錨。

Meta 的廣告變現週期較短，第一季廣告量價與自由現金流均增長。停止回購保留了約 128 億美元季度資金，仍有 250 億美元授權及 812 億美元流動資產；這是可用的資本彈性，缺乏耗盡意味。

台系 ODM 的風險集中於現金轉換週期與利息費用。營收創高只能確認出貨，OCF、存貨、應收、短借與利息支出決定最終盈餘品質。低毛利代工模式下，利息費用已升級為稅後獲利的直接殺手。



7月29日若微軟與 Meta 的營運現金流、核心變現與資本支出回報同步成立，Alphabet 的負 FCF 可歸入個別投資與融資策略；兩家公司若同步出現 OCF 下降、FCF 轉負及變現減速，AI 資本循環將由估值收縮升級為盈利與資產負債表的雙重下修。

[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