



〔投資研究報告〕

2026/7/30

Meta 燒錢的第二筆帳

目錄

- 一、市場已判決，表外部分尚待進入模型
- 二、帳上 23.7 億，最大曝險 459.9 億
- 三、下半年負自由現金流已成基準情境
- 四、7.534%的四層定價
- 五、7.534%是債務層門檻
- 六、台鏈傳導：估值同步，訂單落後

帳面投資 23.7 億美元， 最大可能損失曝險 459.9 億美元

2026/7/30 新光投顧

Meta 財報公布後，股價盤後一度重挫近 10%，市值蒸發逾 1,400 億美元。市場處罰三項直接利空：第三季營收指引中值 625 億美元，低於市場預期約 631 億美元；第二季營業利益率由 43% 降至 30.9%；自由現金流由去年同期 85.49 億美元降至 7.84 億美元。總費用年增 55% 至 420.3 億美元，包含 24 億美元法律費用及 11.8 億美元裁員成本；Reality Labs 單季虧損擴至 46.19 億美元。管理層仍預期 2026 年營業利益高於 2025 年，營運尚未進入獲利衰退循環，資本效率已成為估值主軸。

市場本次下殺的是**營收指引、利潤率與自由現金流**。財報 headline 尚未完整捕捉合資專案的未合併債務、未起租租約、未來出資承諾及殘值保證。艾爾帕索交易於第二季結束後公布，相關會計處理需等待第三季 10-Q；股價重挫已反映直接財務壓力，專案融資仍是下一層風險。

最具殺傷力的證據來自 Hyperion 財報附註。Meta 截至 2026 年 3 月底僅認列 23.7 億美元權益法投資，對該未合併合資公司的「最大可能損失曝險」達 459.9 億美元，約為帳面投資的 19.4 倍。該曝險包含權益投資、123.1 億美元初始租賃承諾、未來出資及 280 億美元殘值保證門檻。459.9 億美元是最大風險邊界，並非預期損失；Meta 判斷殘值保證付款尚未達「很可能發生」，目前未認列負債。

下半年自由現金流轉負已由風險情境移入基準情境。Meta 上半年資本支出及融資租賃本金合計 509.2 億美元，全年指引 1,300 億至 1,450 億美元，下半年尚需投入 790.8 億至 940.8 億美元，平均每季 395 億至 470 億美元。最近兩季營運現金流分別為 322.3 億及 318.6 億美元；若維持近期水準，下半年每季自由現金流約為負 77 億至負 152 億美元。要達到收支平衡，營運現金流需較第二季提高 24% 至 48%，或部分資本支出向後遞延。

債券市場同步提高門檻。艾爾帕索 Sopaipilla 專案債規模 125.47 億美元，標普 A+、惠譽預期 AA-，票息與發行殖利率均為 7.534%，利差 T+287.5 個基點。信用評等位於投資等級中高段，全收益率已進入不少高收益債券常見區間。相較九個月前

Hyperion 的 T+225，近似結構的信用利差增加 62.5 個基點，AI 基建已進入風險溢價重估。

部位定調：AI 建置週期未反轉，資本效率降權。 現有專案仍支撐近期訂單；債券利差走闊已構成台系 AI 鏈估值的同步壓力。操作由單向持有改採因子配對：提高現金轉換率高、客戶分散、擴產可由內部現金支應的部位；降低成長高度依賴 2027 至 2028 年 CSP 建置、客戶集中且持續外部籌資的高 Beta 曝險。

目錄

- 一、 市場已判決，表外部分尚待進入模型
- 二、 帳上 23.7 億，最大曝險 459.9 億
- 三、 下半年負自由現金流已成基準情境
- 四、 7.534% 的四層定價
- 五、 7.534% 是債務層門檻
- 六、 台鏈傳導：估值同步，訂單落後

一、市場已判決，表外部分尚待進入模型

Meta 第二季營收 608.0 億美元、年增 28%，廣告曝光與平均價格分別成長 14% 及 12%。收入端仍有 AI 廣告變現支撐，成本增速已超過收入增速。淨利年減 14% 至 158.5 億美元，稀釋後 EPS 年減 13% 至 6.18 美元，營業利益由 204.4 億降至 187.8 億美元。

盤後近 10% 的跌幅反映四項訊號：

市場已定價	財務證據
第三季成長減速	指引 610 億至 640 億美元，中值低於市場預期
利潤率壓縮	營業利益率由 43.0% 降至 30.9%
直接現金流枯竭	單季 FCF 僅 7.84 億美元，年減 91%
支出缺乏同步回報	費用增長 55%，Reality Labs 虧損 46.19 億美元

尚未完整進入 headline 模型的項目包含：

財報 HEADLINE 未完整反映	經濟實質
未合併專案債	債務由 SPV 發行，未列入 Meta 公司債
尚未起租租約	租期開始後才依會計判斷認列
未來出資承諾	專案成本增加時需按持股比例投入
殘值保證	特定條件下承擔資產價值不足的補差額
終止與不續租成本	Meta 的彈性附帶經濟代價

這些項目均有揭露，缺乏傳統負債欄位的集中呈現。直接 CapEx 與 FCF 能衡量當期資金消耗，無法涵蓋完整的 AI 基建承諾。

二、帳上 23.7 億，最大曝險 459.9 億

Hyperion 合資公司由 Blue Owl 持股 80%、Meta 持股 20%，專案債 272.94 億美元由 Beignet Investor 發行。Meta 不具主導影響專案經濟績效活動的權力，因此未將該可變利益實體納入合併報表。

截至 2026 年 3 月底：

HYPERION 曝險	金額
META 帳面權益法投資	23.7 億美元
初始租賃承諾	123.1 億美元
殘值保證總門檻	約 280 億美元
最大可能損失曝險	459.9 億美元
最大曝險 / 帳面投資	19.4 倍

「最大可能損失曝險」不代表 459.9 億美元將實際流出。該數字把多項互斥或不同時點的風險放在同一上限，主要用途是標定經濟義務邊界。殘值保證也不等於當期負債：Meta 只有在未續租或終止租約、專案公允價值低於保證門檻且契約條件成立時，才需支付差額。Meta 目前判定付款機率不足，未認列相關負債。

艾爾帕索沿用同一模板。專案總成本約 140 億美元，BlackRock 體系持股 80%、Meta 持股 20%，125 億美元由專案債支應。Meta 投入價值約 23 億美元的土地與在建工程並取得約 10 億美元分配；租約初始四年，附四次展延

權，最長 20 年；殘值保證門檻約 130 億美元，隨時間下降。名目門檻接近專案債規模，實際支付仍限於資產公允價值低於門檻的差額。

Hyperion 與艾爾帕索兩筆專案債合計 398.41 億美元，相當於 Meta 年度直接資本支出指引的 27%至 31%。兩筆專案的債務主體均非 Meta，經濟曝險則透過租賃、出資與殘值保證回到 Meta。Hyperion 已由原始規模擴張至 5GW，既有 272.94 億美元融資未必覆蓋完整建置需求，後續債券供給仍將增加。

三、下半年負自由現金流已成基準情境

Meta 上半年資本支出快速加速：

現金流推算	金額
上半年直接 CAPEX 及融資租賃本金	509.2 億美元
全年 CAPEX 指引	1,300 億至 1,450 億美元
下半年尚需投入	790.8 億至 940.8 億美元
下半年平均單季投入	395.4 億至 470.4 億美元
最近兩季平均 OCF	約 320 億美元
OCF 不變下的單季 FCF	約負 75 億至負 150 億美元

負自由現金流的方向已經確立，季度幅度取決於建置付款時點。市場接下來檢驗的重點不再是「是否轉負」，落在三個幅度問題：

1. 第三季營運現金流能否提高至 400 億美元以上；
2. 資本支出是否集中於下半年，或向 2027 年遞延；
3. 負自由現金流需要多少公司債、合資專案債及資產處分填補。

Q3 營運現金流低於 300 億美元，代表廣告收入與獲利已無法吸收支出斜率；維持 320 億美元附近，代表負 FCF 按既定路徑發生；提高至 400 億美元以上，才具備接近低端 CapEx run-rate 的能力。

截至第二季末，Meta 長期負債已升至 836.6 億美元，現金與有價證券 902.6 億美元。資產負債表仍具流動性，新增投資正在由內部現金流轉向公司債與專案融資共同支應。

四、7.534%的四層定價

Sopaipilla 的 T+287.5，代表相對基準公債多付 2.875 個百分點。由 7.534% 發行殖利率反推，基準公債殖利率約 4.659%。

定價層次	約當貢獻	判讀
公債基準	465.9bp	長端無風險利率
廣泛投資級信用	80bp	一般企業信用 beta
AI 產業超額利差	約 41bp	10 年期 AI 債 121bp 減一般 IG 約 80bp
剩餘溢價	約 166.5bp	期限、單一承租戶、施工期、144A 流動性及新券讓價
合計	753.4bp	發行殖利率 7.534%

10 年期 AI 債與 Sopaipilla 的 2048 年攤還型結構存在期限錯配，166.5 個基點殘差內含長天期期限溢價，不能全部歸屬專案品質或新券讓價。四層拆解提供方向，缺乏精確歸因能力。

更具說服力的比較來自 Hyperion 與 Sopaipilla。兩者均為 Meta 持股 20%、合作方持股 80%，Meta 擔任承租戶，同屬 A+ 長天期攤還型專案債：

條件	HYPERION	SOPAIPILLA
定價日	2025/10/16	2026/7/27
規模	272.94 億美元	125.47 億美元
殖利率	6.581%	7.534%
信用利差	T+225bp	T+287.5bp
到期	2049 年	2048 年
還本	攤還型	攤還型
標普評等	A+	A+
META 持股	20%	20%

九個月內全收益率增加 95.3 個基點，其中信用利差增加 62.5 個基點。兩筆期限、評等及契約結構接近，該差距比跨期限的四層拆解更能證明 AI 專案資本成本上升。

利差走闊的核心來源有三項：

- AI 相關發債供給至 7 月已達約 2,700 億美元，接近 2025 年全年兩倍；

- 投資人對單一科技發行人的持倉與指數集中度接近上限；
 - 專案依賴單一承租戶，債權人對 Meta 母公司缺乏直接追索權。
- 發行仍獲足額以上認購，定價後一度在面額以上交易，融資管道保持開放。市場正在提高風險補償，尚未進入流動性枯竭。Sopaipilla 與 Hyperion 均為 144A 專案債，次級交易稀疏，單筆成交可造成價格跳動；次級報價只能當輔證，主要判斷應加入 CDX IG 與 Meta 五年期 CDS 相對變化。

五、7.534%是債務層門檻

7.534%是專案債權人的邊際收益率，尚未包含股權投資人的報酬要求。專案現金流還需覆蓋營運維護、電力與冷卻改造、施工延誤、定期資本支出及股權風險報酬。邊際 AI 資料中心的無槓桿報酬門檻高於 7.534%。

底層抵押經濟價值主要來自土地、機房、電力、冷卻及連接設施，使用年限可跨越多個 GPU 世代。伺服器汰換不會直接摧毀土地與機房殘值，仍會透過功率密度、冷卻規格及算力租金影響改造成本與續租意願。Sopaipilla 利差上升的第一順位解釋是 AI 債券供給超過邊際吸收能力，專案殘值風險居於第二層。

殘值保證屬尾部風險防護網，缺乏當期現金流失血效果。專案土地與電力設施若在租約期滿時保有高於門檻的公允價值，Meta 無須付款；專用程度提高、區域供給過剩或規格改造成本上升，才會擴大補差額。風險重點落在表外承諾規模持續膨脹，不在 130 億美元立即列為現金負債。

六、台鏈傳導：估值同步，訂單落後

AI 專案債利差是台系供應鏈的同步估值指標。債券市場提高邊際資本成本時，股票市場會立即下修 2027 至 2028 年成長的折現價值；採購、出貨及營收調整則需一至數季才會顯現。

時間	傳導	台股影響
當日到數週	AI 債利差、CDS 與長端利率上升	高本益比 AI 鏈同步壓縮
1 至 2 季	新專案分期、縮小或延後	電源、散熱、伺服器訂單增速分化

2 至 4 季	採購變動進入出貨與營收	產能利用率、存貨與應收反映
4 季以上	資本配給形成常態	市占向現金流與技術門檻較強者集中

債市警訊出現後缺乏安全的「訂單尚未下修」作多窗口。現有訂單只能支撐近期 EPS，無法阻止遠期倍數收縮。較有效的操作採取因子配對：

多方因子	空方 / 減碼因子
兩至四季已確認訂單	估值仰賴 2027 至 2028 年建置
客戶與終端應用分散	單一 CSP 營收占比高
營運現金流跟上營業利益	存貨、應收與借款快於營收
擴產由內部現金支應	頻繁現增、可轉債或外部融資
規格認證及替代成本高	組裝附加價值低、議價能力弱
非 AI 業務提供獲利底部	AI 需求放緩即失去產能利用率

這項配對不宜簡化為「做多散熱、做空 ODM」。高估值、客戶集中的散熱與電源公司同樣承受折現率壓力；具高現金轉換率與多元客戶的 ODM 也可能成為相對多方。策略核心在資本效率與訂單品質。

結論

Meta 盤後近 10% 的跌幅已反映營收指引低於預期、營業利益率降至 31%、自由現金流接近歸零及 Reality Labs 虧損擴張。市場本次處理的是直接損益與現金流，表外專案承諾尚未完整進入 headline 估值。

下半年負自由現金流已是算術上的基準情境。全年 CapEx 指引扣除上半年支出後，每季仍需投入 395 億至 470 億美元，高於最近兩季約 320 億美元的營運現金流。未來問題集中在負值幅度及外部融資需求。

Hyperion 帳面投資僅 23.7 億美元，最大可能損失曝險達 459.9 億美元，約 19 倍。該數字包含租約、未來出資及殘值保證，缺乏預期損失含義；它證明了 Meta 的 AI 資本承諾遠大於合併負債與直接 CapEx 所呈現的範圍。

Sopaipilla 取得 A+ / AA- 評等，發行殖利率達 7.534%、利差 T+287.5。相較結構近似的 Hyperion，信用利差九個月增加 62.5 個基點。融資仍能完成，價格已經上升；AI 基建進入資本配給的前置階段。

殘值保證屬尾部義務，缺乏短期資金鏈崩壞意義。更迫切的壓力來自發債供給、單一承租戶集中及下半年負自由現金流。下一筆同類專案債若突破 T+300 且認購轉弱，價格重估將升級為實質資本配給。

對台系 AI 供應鏈，估值影響即時發生，訂單衝擊延後反映。部位不宜只做全面降載，應利用現金轉換率、客戶集中度、融資需求與訂單確定性的差異建立配對。

Meta 財報已揭露自由現金流生死線；459.9 億美元最大曝險與 7.534% 專案債，揭露了自由現金流之外的資本成本。AI 建置尚未停止，資產負債表已開始接管定價

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