

订单是真的，钱是借的 · 全文合订

目录 · CONTENTS

- 01 订单是真的，钱是借的：甲骨文把自己变成了什么
- 02 甲骨文的老本行，三年没长出一分钱
- 03 6380 亿的订单，第一年只兑现 12%
- 04 三年时间，甲骨文的资本开支涨了八倍
- 05 华尔街做空甲骨文，用的不是股票
- 06 甲骨文真正的债，不在资产负债表上
- 07 用 2066 年到期的债，买四年就报废的显卡
- 08 占它一半订单的客户，年报里一次都没出现
- 09 同一个 6380 亿，多空吵出了两个相反的结论
- 10 甲骨文的危机不在还不上，在必须一直借下去
- 11 跟着 AI 涨的中国公司，有几个能在披露里找到订单
- 12 甲骨文在中国：云上第 10，金融核心第 1

订单是真的，钱是借的：甲骨文把自己变成了什么

资本开支吃掉经营现金流 174%，自由现金流 -237 亿

2025年9月10日，甲骨文交出FY2026第一季度财报。

股价随即跳涨，市值一夜膨胀。CNBC报道，联合创始人拉里·埃里森的身家单日增加约**1000亿美元**，短暂登顶全球首富。

十个月后，甲骨文收盘价较那天的峰值回落**61.50%**。标普把长期发行人信用评级降至**BBB-**，信用违约互换升至历史新高。



夜色中半座点亮、半座仍是钢骨架的数据中心园区

分界线并不在订单真假。

甲骨文披露的剩余履约义务已经达到**6380亿美元**，同比增长**363%**。合同是真的，客户承诺也是真的。

现金同样是真的。

真的在往外流。

6380亿美元，还不能叫收入

剩余履约义务，简称剩余履约义务（RPO），是已经签约、尚未确认的收入。

它不是当期收入。

更不是已经收进账户的现金。

这三个口径混在一起，6380亿美元会显得像一座随时可以开采的金矿。拆开看，它更像一张漫长的履约清单：甲骨文必须先交出算力，才能按合同节奏确认收入、收到现金。

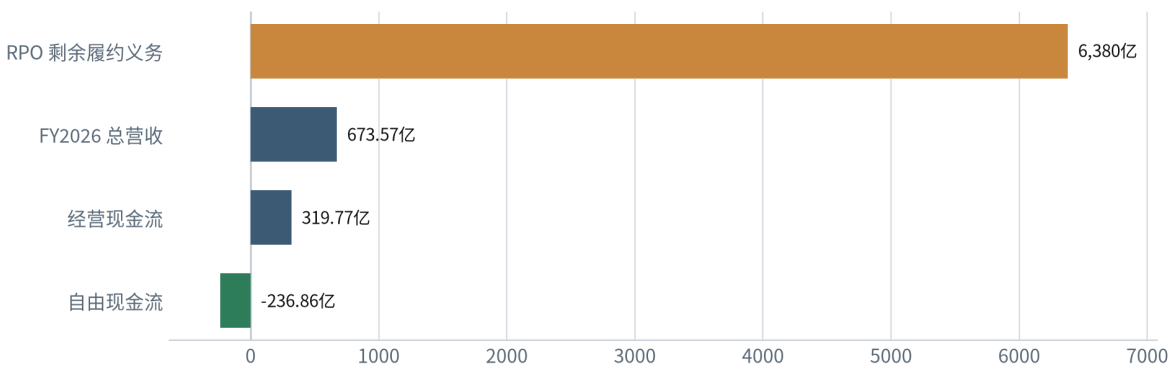
而算力不会从合同里直接长出来。

服务器、机柜、供电系统和数据中心，都要先用现金建起来。订单越大，前置投入越重。

甲骨文的增长由此出现了一个反常画面：远期合同迅速堆高，当期自由现金流却向下击穿零轴。

合同堆到 6,380 亿，现金却在往外流

FY2026 · 美元 · RPO 为存量履约义务，营收与现金流为当年发生额，三者口径不同不可相加



数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

RPO冲至6380亿美元，自由现金流却在FY2026降至-236.86亿美元：合同、收入与现金不是同一条线

FY2024，甲骨文自由现金流还有**+118.07亿美元**。

FY2025，只剩**-3.94亿美元**。

到了FY2026，经营现金流虽然增至约**320亿美元**，资本开支却冲到**556.63亿美元**，自由现金流跌至**-236.86亿美元**。

两年之间，正负翻转了**354.93亿美元**。

每产生1美元经营现金，甲骨文就要投入约**1.74美元**资本开支。经营现金流已经盖不住建设支出，差额只能从别处接上。

这才是6380亿美元RPO的代价。

订单没有消失，现金牛先变瘦了。

同样建设算力，甲骨文先打穿了现金流

大型科技公司都在重投AI基础设施。

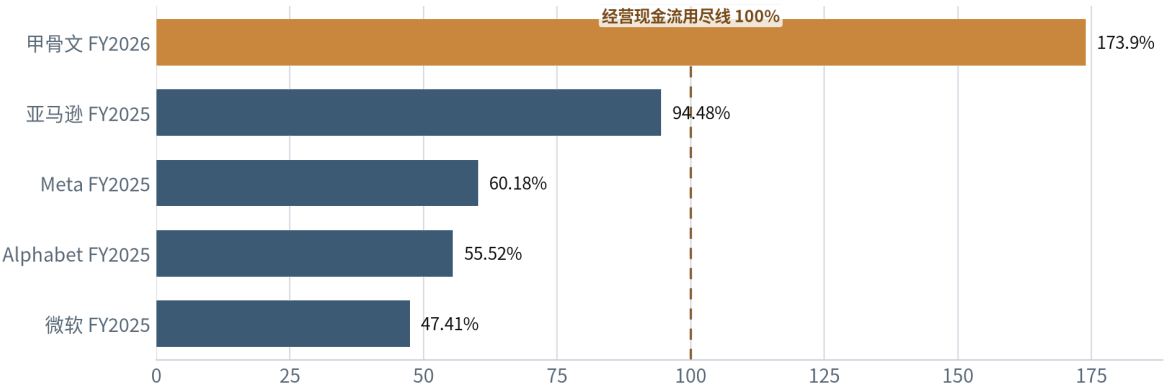
区别不在于谁花钱，而在于现有业务产生的现金，能不能覆盖这张建设清单。

公司	观察期	资本开支/经营现金流
微软	FY2025	47.41%
Alphabet	FY2025	55.52%
Meta	FY2025	60.18%
亚马逊	FY2025	94.48%
甲骨文	FY2026	174%

注：各公司财年与自由现金流定义并不完全相同。这张表比较的是最近完整财年中，资本开支对经营现金流的消耗强度，不用于计算同比增速。

只有甲骨文，把经营现金流烧穿了

资本开支 ÷ 经营活动现金流净额 · 均为现金流量表口径 · 各公司财年口径不同（甲骨文 FY2026 / 余四家 FY2025）



数据来源：SEC EDGAR

Opm.AI 出品

同样扩张AI资本开支，甲骨文174%的投入强度远高于四家大厂，且自由现金流已经深度转负

亚马逊也在逼近这条线。

截至2026年3月31日的滚动十二个月，亚马逊资本开支于经营现金流的**101.66%**。但按亚马逊财报的自由现金流勾稽口径，其自由现金流仍为**+12.32亿美元**；甲骨文FY2026则是**-236.86亿美元**。

亚马逊的自由现金流定义与上表资本开支口径不完全相同，两者不能直接相减回算。这个口径差异必须保留，但它没有改变结果上的分野：一个尚未深度失血，一个已经留下超过200亿美元的年度缺口。

微软、Alphabet和Meta也在扩建算力，却仍主要依靠自身经营现金流推进。

甲骨文已经越过了那条线。

它不再只是把利润投入增长，而是要借助发债和表外租赁，提前搭出尚未完成收入确认的算力产能。

增长开始依赖信用。

股票还在讲订单，评级机构已经盯上缺口

2026年7月9日，标普将甲骨文长期发行人信用评级从**BBB/A-2**下调至**BBB-/A-3**，展望稳定。

BBB-是投资级最低一档。

标普在评级行动中承认，自己“此前持续低估了甲骨文AI投资所需的前期资本开支规模”。

在标普的预测中，甲骨文FY2027资本开支将达到**900亿至950亿美元**，高于此前预测的600亿美元；自由经营现金流缺口可能扩大至**-420亿美元**，调整后杠杆率升至约**4.5倍**。

这些是评级机构的预测，不是甲骨文指引。

但信用市场盯住的恰恰是同一件事：RPO越大，履约所需的前置资金越多；自由现金流迟迟不能回正，债务和租赁就要承担更长的过渡期。

标普还预计甲骨文总债务可能达到**1600亿至1670亿美元**，并点名OpenAI约占其RPO的一半，是关键信用集中风险。

当天，甲骨文股价反而上涨**2.7%**。

股市场仍愿意为订单增长定价，评级机构已经开始为履约成本重新定价。

两边看的不是同一张表。

甲骨文已经换了一种活法

过去的甲骨文卖数据库和软件授权，先收取高毛利收入，再产生充沛现金。

现在，它先建设数据中心、取得GPU和电力，再等待长期合同逐步转成收入。

收入的确定性可能更高，现金流的时间错配也更大。

这不是“订单造假”的故事。

它是一家传统现金牛，把自己改造成高杠杆算力二房东的故事：长期合同锁定了租客，机房却要借钱盖完。

多头抓住了最硬的一点——**6380亿美元RPO确实存在。**

空头抓住的也不是幻觉——**556.63亿美元资本开支已经超过经营现金流，FY2026自由现金流已经降至-236.86亿美元。**

我的判断落在后者。

订单规模可以解释甲骨文为什么敢花钱，却不能替它支付利息、租赁和建设成本。只要自由现金流没有回正，订单增长越快，融资结构承受的压力就越大。

十八年前，在公司的分析师日上，埃里森评价过当时刚刚兴起的云计算。据《华尔街日报》2008年9月的报道，他的说法是：「这是彻头彻尾的胡话。这是疯了。这种蠢事什么时候才能停？」

今天，这家公司的全部估值故事，建立在他当年嘲笑的那个东西上面。

真正值得盯住的拐点，不是下一次RPO再创新高。

是自由现金流何时止血，以及它能否在信用进一步收紧之前转正。

当一家公司的增长必须先穿过债券市场和租赁合同，你还会把RPO当作估值起点，还是先等现金流给出答案？

来源：Oracle公司财报及SEC申报文件；Microsoft、Alphabet、Meta、Amazon财报及SEC申报文件；S&P Global Ratings评级行动公告；CNBC；《华尔街日报》2008年9月25日报道（埃里森谈云计算，该报注明为略经编辑的摘录）；Investing.com经Yahoo Finance转载。

风险提示：本文不构成投资建议，历史表现不代表未来。市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

甲骨文的老本行，三年没长出一分钱

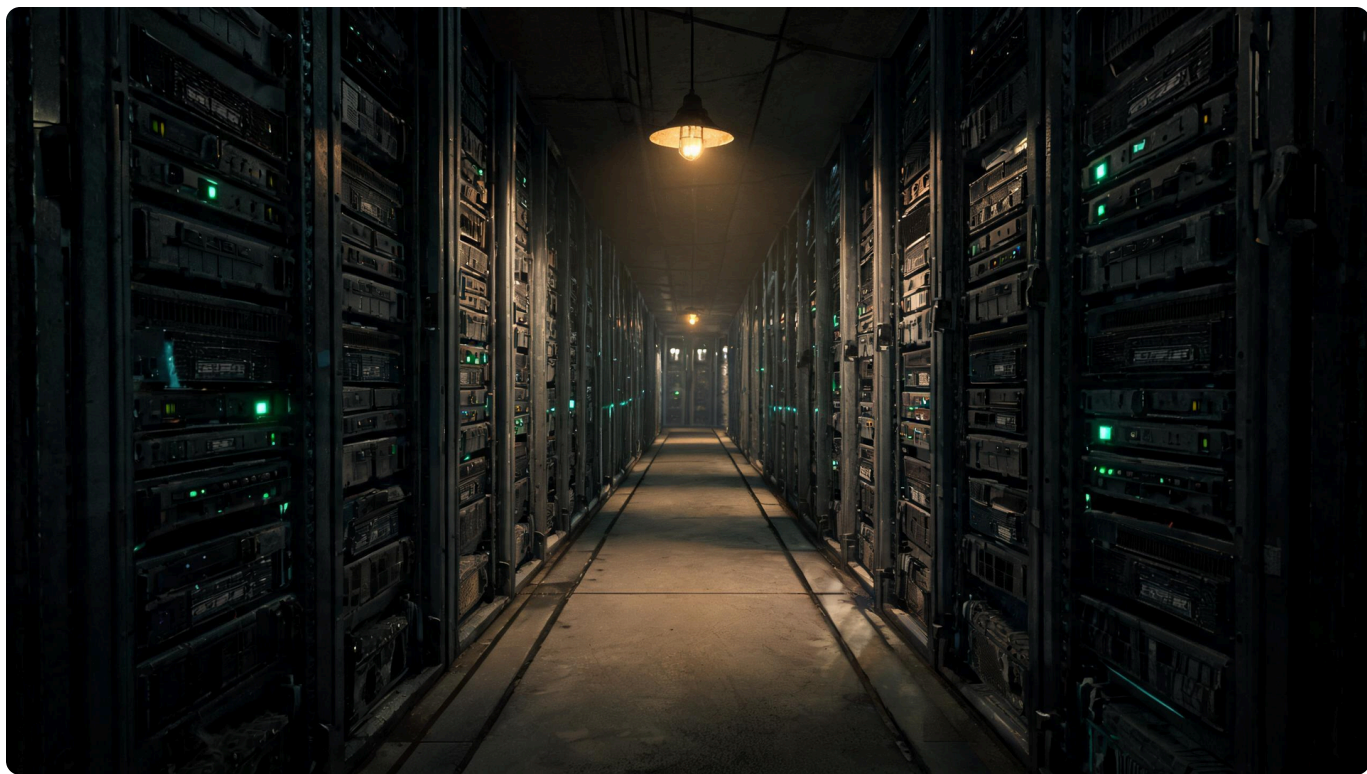
软件收入三年走平后转负，商誉已高过股东权益

一家整体毛利率约 **70%** 的软件巨头，为什么要挤进一门毛利率可能只有 **14%** 的生意？

这个数字来自媒体查阅的甲骨文内部文件，指向截至2025年8月的三个月内，出租英伟达芯片的云业务。它未经公司确认，也不能与公司整体毛利率直接相减。

但甲骨文转身的方向很清楚：它正在用更重的资产、更薄的利润，替换曾经近乎自动续费的软件生意。

答案藏在已经停转的老本行里。



空转的旧机房与积灰的服务器

三年过去，软件收入回到了起点之下

甲骨文从FY2026开始调整收入分类。

下面三年数据均采用FY2026新口径及重述后的比较数，不能拿旧口径的“云服务与授权支持”收入直接拼接。甲骨文财年截至每年5月末，也不是自然年。

财年	软件收入	较上年变化
FY2024	246.90亿美元	—
FY2025	247.24亿美元	+0.34亿美元
FY2026	245.41亿美元	-1.83亿美元

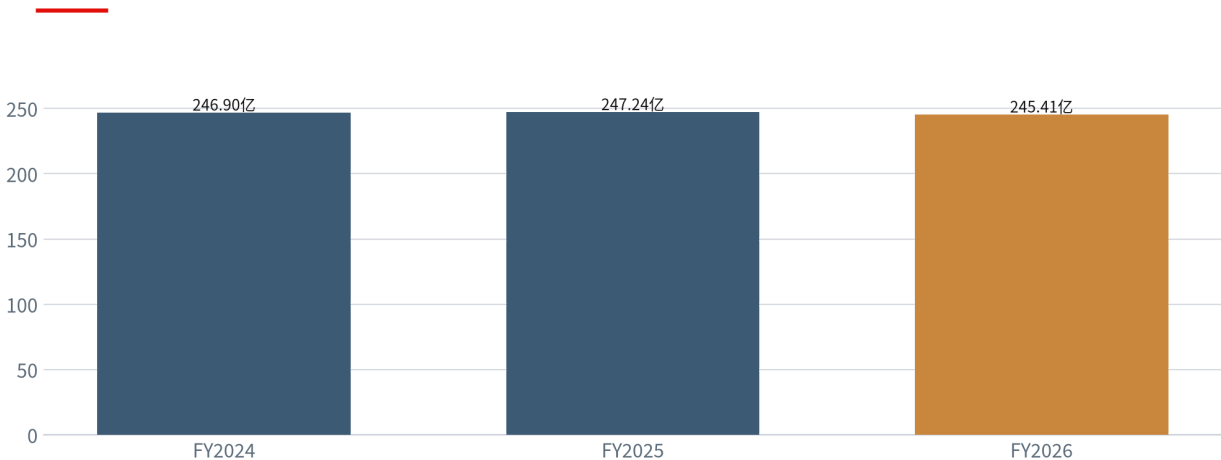
三年累计变化：-0.6%。

这条线没有见顶后横住。

它已经退回起点以下。

老本行三年没有长出一分钱

软件授权 + 软件支持合计 · FY2026 10-K 新口径重述 · 美元



数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

软件收入三年没有增长，FY2026已低于FY2024

拆开看，退势更清楚。

FY2026，软件授权收入同比下降 **8.9%**。授权本来就会受签单节奏影响，真正危险的信号来自软件支持。

FY2026第四季度，软件支持收入单季同比下降 **0.4%**，首次转负。

软件支持是甲骨文最接近“年金”的生意：数据库装进客户系统，维护、安全更新和技术支持年年续费。新项目可以推迟，已经运行的核心系统却很难说停就停。

过去，甲骨文最让人放心的地方，正是客户离不开它。

现在，连最稳的一条线也不再自然增长。

-0.4%不算陡，负号才是警报。

毛利率裂开，利润率却被托住了

收入停滞还不是全部。

按甲骨文财报分部数据测算，云与软件业务毛利率从FY2024的 **78.8%**，降至FY2025的 **76.5%**，FY2026再降至 **69.9%**。这组数字是测算值，并非公司直接披露。

FY2026，相关收入增长 **18.9%**，成本却增长 **52%**。

增长正在变贵。

公司整体毛利率也在下沉：FY2025第四季度为 **70.6%**，FY2026第四季度降至 **65.2%**，一年少了 **5.4个百分点**。

反常之处在营业利润率。

FY2025第一季度至FY2026第四季度，GAAP营业利润率从 **30%** 升至 **32%**。若只比较两个财年第四季度，它也维持在 **32%**，没有跟随毛利率下坠。

产品端少赚的钱，被费用端填了回来。

FY2026，甲骨文员工总数减少 **13%**，降至 **14.1万人**。销售与市场人员减少 **19.4%**，研发人员减少 **14%**。

一家全面押注AI的公司，研发人数先少了七分之一。

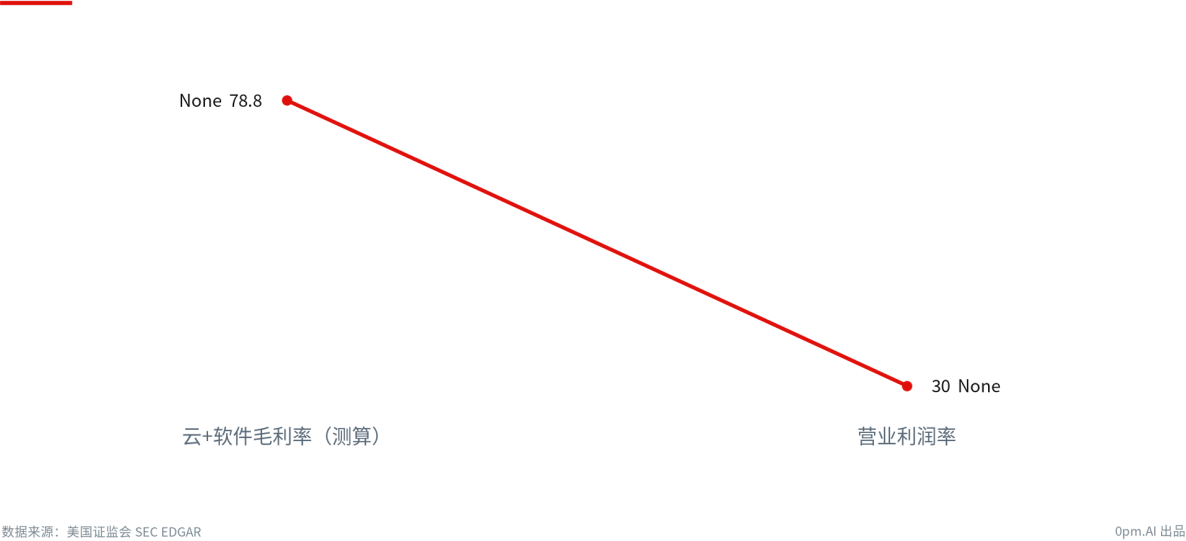
FY2026第四季度，销售与市场费用同比下降 10%，研发费用下降 2%，管理费用下降 5%。同季GAAP“重组及其他费用”从 8300万美元 增至 8.23亿美元，同比暴增 899%。

甲骨文在新闻稿中把营业利润增长归因于「强劲收入增长与本季采取的运营效率举措」。

“运营效率”落到报表上，就是更少的人和更低的费用。

毛利率在掉，营业利润率却在涨

云+软件合并毛利率为本社按 10-K 分部数据测算（非公司披露）；营业利润率为 10-K 口径。差额由费用压缩与裁员填平



毛利率下坠而营业利润率未同步下降，费用压缩托住了利润表

GAAP营业利润率没有造假。

它只是回答了裁员和压缩费用之后还剩多少利润，回答不了老本行是否仍然健康。

利润率守住了，赚钱的质地却变了。

商誉已经高过股东权益

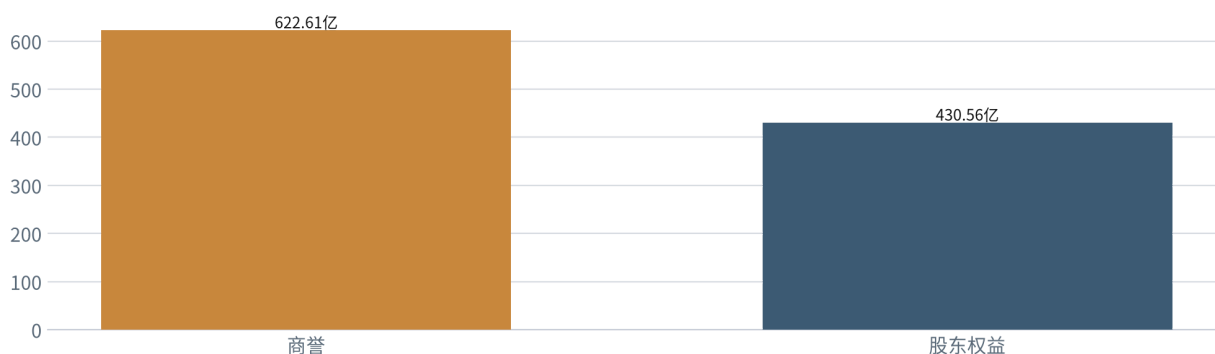
利润表还能靠减费用缓冲，资产负债表没有这么轻巧。

FY2026期末，甲骨文商誉达到 622.61亿美元，股东权益只有 430.56亿美元。

商誉比全部股东权益还多 192.05亿美元。

商誉已经高过股东权益

FY2026 期末 · 美元 · 商誉一旦减值将直接冲击权益



数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

商誉已经高过股东权益，资产负债表对并购价值高度敏感

其中绕不开Cerner。

甲骨文收购Cerner的GAAP总对价为 **282亿美元**。这笔收购留下了庞大的商誉，而Cerner所在业务恰恰是份额净流失最明显的一块。

FY2026，甲骨文确认的商誉减值仍为 **零**。

零减值只代表当期没有确认损失，并不能替并购资产的经营表现背书。

当被收购业务继续失去份额，商誉依赖的增长和盈利假设就会承受更大压力。老本行越弱，这块没有减值的资产越值得盯紧。

甲骨文的问题已经从增长放缓，推进到了资产质量。

AI豪赌，更像一次强制换轨

把三条线连起来，甲骨文的处境并不复杂。

软件总收入三年累计下降 **0.6%**；最稳的软件支持在FY2026第四季度首次转负；毛利率下降后，公司靠裁员和费用压缩守住营业利润率；账面商誉已经高过股东权益，Cerner却仍未确认减值。

这不是一头现金牛暂时少产了几桶奶。

它开始断奶了。

甲骨文押注AI基础设施，看上去是一场进攻，底色却更接近被迫迁移：继续守着软件，收入线已经往下；转向算力，又要接受更重的资本投入和更薄的利润。

老业务退得比新业务成熟得更快。

当一家软件巨头要靠裁员守住利润率、靠尚未减值的商誉托住资产负债表，你还该把它的AI豪赌理解为第二增长曲线，还是旧引擎熄火后的强制换轨？

资料来源：甲骨文FY2026 Form 10-K；甲骨文FY2025第一季度至FY2026第四季度财报新闻稿及8-K附件；The Information对甲骨文内部文件的报道。文中云与软件业务毛利率为按财报分部数据测算，非公司披露；14%毛利率为媒体所获内部文件口径，未经甲骨文确认。

风险提示：本文不构成投资建议，历史数据不代表未来表现。市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

6380 亿的订单，第一年只兑现 12%

RPO 不是收入，10-K 的五年转化表把节奏写得清清楚楚

6380 亿美元，同比增长 **363%**。

甲骨文 FY2026 期末交出了一张足以改写市场想象的订单表。

但在未来十二个月，预计确认为收入的只有 **12%**。

6380 亿美元不是今年的收入，也不是已经收到的现金。它是一份五年仍排不完的履约清单。

10-K把6380亿拆成四段时间

剩余履约义务（RPO），全称剩余履约义务。

它记录的是已经签约、尚未履行并确认为收入的合同承诺。市场习惯把它叫作“订单”，会计上却有严格的时间边界。

甲骨文 FY2026 Form 10-K 写得很清楚：

「截至2026年5月31日，剩余履约义务为6380亿美元，预计未来十二个月约12%确认为收入，第13至36个月确认34%，第37至60个月确认34%，其余部分此后确认。」

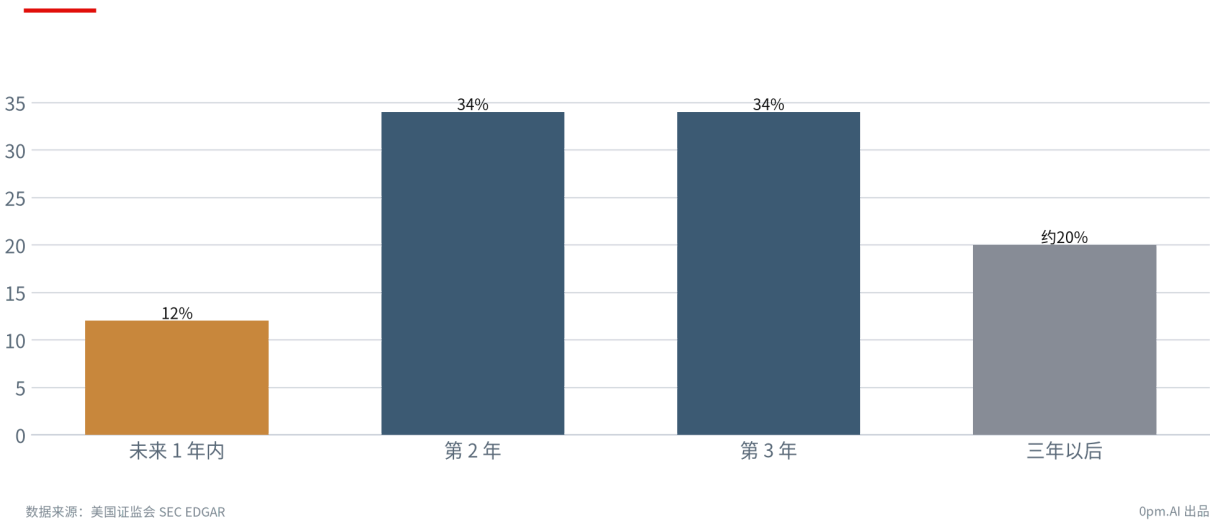
换算后的排期如下：

收入确认时间	占期末RPO比例	按6380亿美元静态测算
未来12个月	约12%	约766亿美元
第13—36个月	约34%	约2169亿美元
第37—60个月	约34%	约2169亿美元
60个月以后	其余约20%	约1276亿美元

注：金额为按期末RPO静态测算；“其余约20%”由100%减去前三段比例得出。

6380 亿里，第一年只兑现 12%

10-K 披露的剩余履约义务确认节奏 · 各期占比



6380亿美元RPO中仅12%预计在未来一年确认，约54%排在三年以后

第一年只排到 **12%**。

三年之后仍有约 **54%** 等待确认，五年以后还剩约 **20%**。

市场看到的是6380亿美元的体量，10-K给出的却是一张漫长的时间表。

第一年的766亿，不能换成总收入

把 **6380 亿美元**乘以 **12%**，得到约 **766 亿美元**。

这个数字只回答一个问题：截至2026年5月31日已经进入RPO的合同中，甲骨文预计未来十二个月确认多少收入。

它不能替代甲骨文未来十二个月的总收入。

未来新签合同、短期履约业务以及未纳入这份期末RPO的收入，都不在这笔静态测算里。

同样，766亿美元也不是未来十二个月的现金流入。

收入在服务交付后确认，现金可能提前收到，也可能随后支付。RPO、收入、现金收款是三条不同的时间线。

每100美元RPO，第一年预计只有12美元走进收入表。

剩下的88美元仍在等待机房、电力、GPU和服务能力逐步交付。

订单先把未来写进合同，收入只能跟着履约进度往前走。

750亿改变了订单的结构

6380亿美元内部也并非同一种合同。

甲骨文披露，FY2026 Q3和Q4新增的大型AI合同中，客户可能预付款项供甲骨文采购GPU，也可能自行购买GPU后交由甲骨文使用。相关安排合计约 **750 亿美元**。

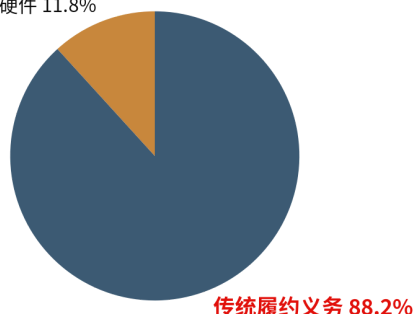
这个规模与第一年预计确认的约766亿美元接近。

两者只能比较数量，不能混成同一口径：750亿美元描述合同的资金与硬件安排，766亿美元描述收入确认时间。

6380 亿里有 750 亿，不是传统软件订阅

含客户预付 GPU 款与客户自供硬件安排 · FY2026 10-K

客户预付GPU款与自供硬件 11.8%



数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

750亿美元来自客户预付或自供GPU安排，6380亿美元并非同质的传统软件订阅承诺

客户提前出钱或提供硬件，确实能降低甲骨文为AI数据中心募集资本的压力。公司对此使用的表述是「大幅降低甲骨文为建设AI数据中心必须募集的资本」。

这750亿美元不能简单扣成“水分”。

但它也提醒你，6380亿美元不能整齐地套进传统软件订阅的理解框架。合同已经签下，不等于甲骨文已经独自完成全部前置投入，更不等于收入和现金已经同时落袋。

RPO越大，交付任务也越大。

判断它的价值，不能只数合同，还要看这些合同以什么方式被交付。

3000亿传闻，停在披露边界外

另一组常被放在6380亿美元旁边的数字，是所谓OpenAI五年 **3000 亿美元** 合约。

这项说法来自《华尔街日报》等具名媒体2025年9月的报道。甲骨文没有在SEC文件中确认客户名称及3000亿美元这一合同金额。

官方8-K只披露过一份匿名合约：从2027年起，预计每年贡献超过 **300 亿美元** 收入。披露止于“2027年”，不能擅自替它补成FY或CY口径。

3000 亿美元不能除以6380亿美元。

前者是媒体报道的单份多年合约总额，后者是截至2026年5月31日的官方RPO存量。客户身份、纳入范围和确认时点没有得到同等级披露，算出的所谓占比没有可靠口径。

甲骨文FY2026 10-K还确认，FY2024、FY2025和FY2026均没有单一客户占公司总收入的10%或以上。

这句话只覆盖已经确认的收入。

它既不能否认RPO可能存在客户集中，也不能证明媒体报道的RPO集中度。收入集中与RPO集中，中间隔着尚未完成的履约周期。

FY2026年报还提示，部分客户杠杆较高，可能出现无法付款或无法履约的风险。

合同承诺有法律和商业约束，却不是无条件兑现的现金。

真正该盯的是兑现速度

6380亿美元当然重要。

它证明甲骨文已经把大量未来需求锁进合同，也给长期收入提供了可观察的基础。

但同比增长 **363%** 的RPO，只有在实际收入持续跟上时，才会从合同规模变成经营结果。

下一阶段最值得盯的，不是RPO还能冲到多大，而是两个速度：RPO增长多快，实际收入追上来多快。

距离持续拉大，合同排期继续向后堆积。

距离开始收窄，庞大的承诺才真正进入报表。

订单是真的。

只是这张6380亿美元的履约清单，第一年预计确认12%，五年之后仍有约20%没有走完。

下次再看到一个巨额订单数字，你会先看它有多大，还是先翻到它何时确认为收入的那一页？

三年时间，甲骨文的资本开支涨了八倍

资本开支从 68.66 亿到 556.63 亿，400 亿在建工程未计提折旧

FY2024，甲骨文一年花在购买地、盖楼、买服务器上的钱，是 **68.66 亿美元**。

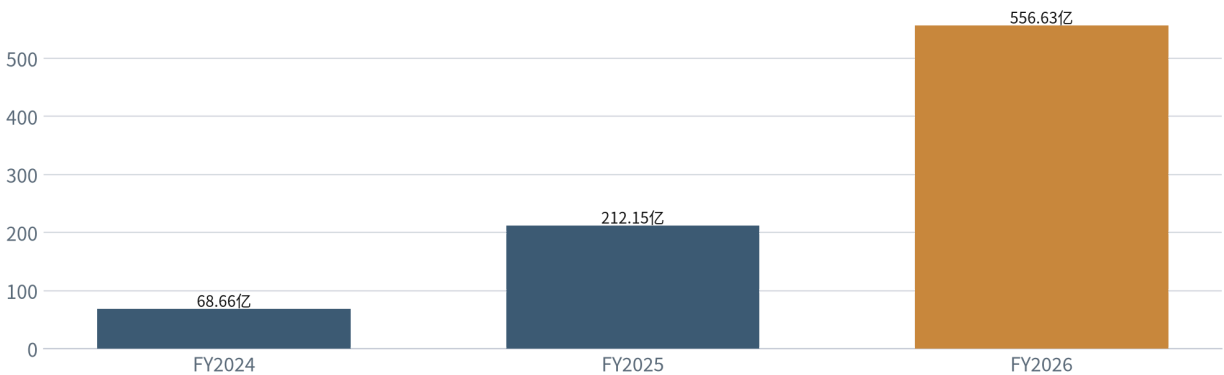
FY2025，变成 **212.15 亿**。

FY2026，**556.63 亿**。

三年，资本开支翻了 **8.1 倍**。

三年，资本开支涨了 8.1 倍

现金流量表口径 · 不含融资租赁 · 美元



数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

FY2024→FY2026 资本开支从 68.66 亿三级跳到 556.63 亿，三年 8.1 倍

这张阶梯图里最该被记住的，不是曲线有多陡，而是曲线尽头那一批数据中心——大部分还没投产。它们该摊进利润表的折旧，今天一分钱还没开始算。今天你看到的甲骨文报表，是这轮烧钱里最好看的那一版。

钱变成了楼和机器

先看这些钱去哪了。

甲骨文的物业、厂房与设备净值，从 FY2024 的 **435.22 亿美元**，涨到 FY2026 的 **999.57 亿**，两年 **+129.7%**。同期总资产从 1683.61 亿涨到 **2617.59 亿**，**+55.5%**。

翻一倍的是机房和机器，翻半倍的是整张资产负债表。资产端在快速变重——重的是钢筋、机架和一排排还没通电的服务器。

这一步没有争议。钱花出去了，变成了实打实的固定资产。争议在下一步。

经营赚的钱，不够填这个坑

FY2026，甲骨文经营活动现金流 320 亿美元，同比 +54%。这是一家赚钱能力仍然凶猛的公司。

问题是资本开支 557 亿——是经营现金流的 1.74 倍（测算）。

于是自由现金流走出这样一条线：FY2024 还有 +118.07 亿，FY2025 掉到 -3.94 亿，FY2026 直接砸到 -236.86 亿。

两年时间，自由现金流翻成 -237 亿

自由现金流=经营活动现金流净额-资本开支·现金流量表口径·美元



经营现金流 320 亿被 557 亿资本开支吃光并倒欠，自由现金流两年从 +118 亿翻到 -237 亿

瀑布图讲的就是一句话：经营赚来的每一块钱，都不够填资本开支挖的坑，还得往里倒贴。倒贴的钱，来自融资、来自债务。

把甲骨文放进同行里看，它是烧得最狠的那个。同期，谷歌母公司资本开支约为经营现金流的 63%，亚马逊（滚动四季度口径）约 102%——都不到甲骨文的 174%。口径不同（甲骨文为财

年、后两者为自然年滚动四季度)，只作粗略量级对照，但方向清楚：这批巨头都在烧钱，甲骨文烧得相对自己造血能力最凶。

400 亿美元的账，一分折旧还没算

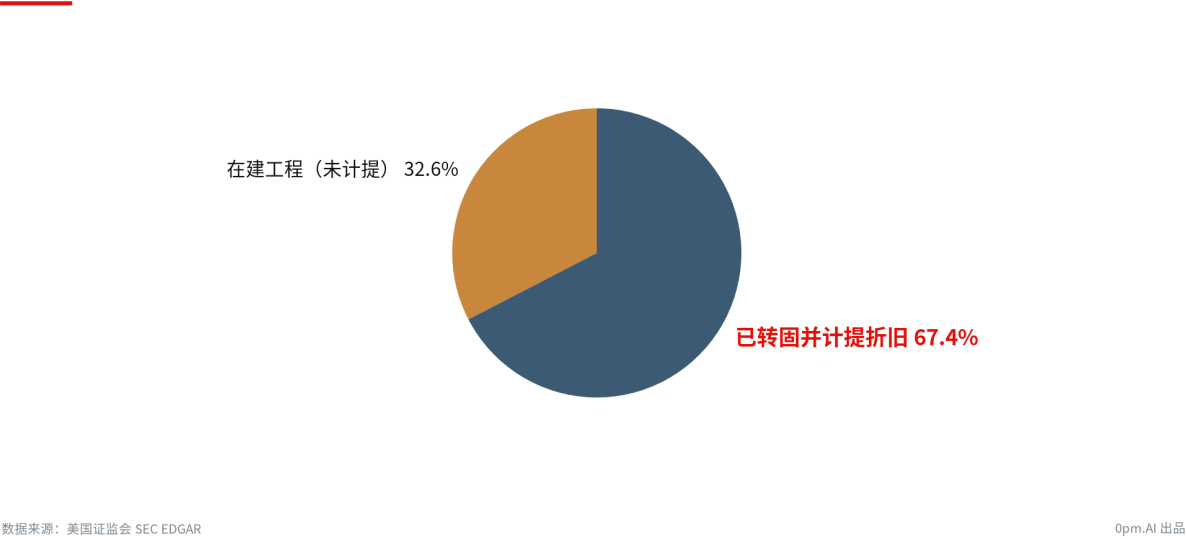
现在是这篇文章最要紧的一段。

那 999.57 亿的固定资产净值里，藏着一个数字：**在建工程 399.73 亿美元**，占毛物业厂房设备的 **32.6%**。

在建工程，会计上还没转成"固定资产"，还没投产——所以按规矩，**它一分钱折旧都还没开始计提**。

三分之一的固定资产，还没开始计提折旧

在建工程 399.73 亿占毛 PP&E 的 32.6% · 尚未转固 · FY2026 10-K



399.73 亿在建工程占毛 PP&E 32.6%，尚未转固、暂不计提折旧，折旧压力还压在利润表外

换个说法。折旧这块计价器，要等数据中心投产、转成固定资产那天，才开始跳字。眼下有将近三分之一的资产，计价器还挂在墙上没上弦。

它一旦上弦，是多大的量？按甲骨文现在 6 年直线折旧、把这 399.73 亿全部转固粗算，每年新增折旧约 **66.6 亿美元**（推算，实际取决于转固节奏与资产结构）。

对照一下：FY2026 全年的折旧费用是 **76.23 亿**，已经比 FY2024 的 31.29 亿涨了 **144%**。而这 76 亿里，还没算上那 400 亿在建工程转固后要新添的那一笔。

已经翻一番还多的折旧，是"今天"。那 400 亿，是"还没到账的明天"。

折旧年限，被拉长过两次

折旧这件事，甲骨文动过手脚——合法的手脚。

服务器的折旧年限，FY2023 之前是 **4 年**，那年延到 **5 年**；FY2025 又从 5 年延到 **6 年**。年限拉得越长，每年摊的折旧越少，账面利润越好看。

仅 FY2025 这一次变更，就让总营业费用减少 **7.33 亿美元**、净利润增加 **5.73 亿**，折合摊薄每股收益 **0.20 美元**（基本每股 0.21）。

这是在 10-K 里充分披露的会计估计变更，行业里也普遍在做，只摆事实，不做别的评判。值得记的是另一点：**FY2026，甲骨文没有再延长年限**。往后再靠拉长年限来对冲折旧的空间，已经用得差不多了。

最好看的一版报表

据电话会转录，管理层给出的指引是：FY2027 毛利率还要再下一个台阶。

把这句话和前面的机理接起来，就通了——在建工程转固，折旧才真正开始。今天那 400 亿在建工程越是投产得快，明天利润表里冒出来的折旧就越猛，毛利率就越往下走。

这不是意外，是这门生意的时间结构：先花钱盖楼，楼站在那儿几年不计折旧，等它开始服务客户、开始产生收入的那天，成本才一笔笔记进来。收入和成本之间，隔着一个转固的时间差。

甲骨文现在站的，正是这个时间差里最舒服的位置：资产已经堆上去了，折旧还没大规模压下来。

所以今天这张报表，是"钱已经花出去、成本还没算进来"拼出来的一版。真正的成本，还压在报表外面那 400 亿里。

当这 400 亿陆续投产、计价器一台接一台开始跳字，今天这张七成毛利率的报表，还撑得住吗？

风险提示：本文所有数据均来自甲骨文（Oracle）向 SEC 提交的 10-K、8-K 财报文件及具名财经媒体报道，财年（FY，6 月起至次年 5 月止）与自然年、资本开支现金流量表口径、GAAP 与非 GAAP 等口径已在文中标明；文中「每年新增折旧约 66.6 亿美元」为按现行折旧政策的粗略推算，非公司披露。本文仅作信息与逻辑分析，不构成任何投资建议。历史不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

来源：甲骨文 FY2026 Form 10-K（现金流量表、Note 4、附注）、甲骨文 8-K 财报新闻稿；同业资本开支与经营现金流对照引自谷歌母公司、亚马逊向 SEC 提交的季报/年报财报稿；毛利率与利润率指引参考每日经济新闻相关报道。

华尔街做空甲骨文，用的不是股票

空头仅占流通股 1.46%，5 年期 CDS 创历史新高

2025 年 9 月的一个盘中，甲骨文股价冲到 341.82 美元。

到 2026 年 7 月 17 日，它是 126.41 美元。

一年不到，跌去六成。

按常理，这时候空头该挤满门口。可翻开 FINRA 的持仓——甲骨文的空头只有 4197 万股，占流通股 **1.46%**。

看空的人，去哪了？



交易屏幕上并行的两个市场

答案不在股票市场。

先别急着把 1.46% 读成“没人看空”。S3 Partners 的数据里，甲骨文的空头名义金额从 **33 亿美元** 升到 **53 亿美元**，多出 20 亿、增幅 60%，在全市场空头增幅榜上排到第五。

钱确实在往看空的方向压。只是相对甲骨文庞大的流通盘，它还是薄薄一层。

专业资金为什么不肯在股票上重仓做空这只票？因为在这只票上做空，是要命的。

就在 2026 年 5 月，甲骨文单月从 4 月收盘的 160.83 美元反抽到 225 美元，**一个月涨 40%**。空头在这种反抽里会被埋掉。股票做空的亏损没有上限，而一家还在被资本市场讲故事的公司，随时能给你来一根这样的阳线。

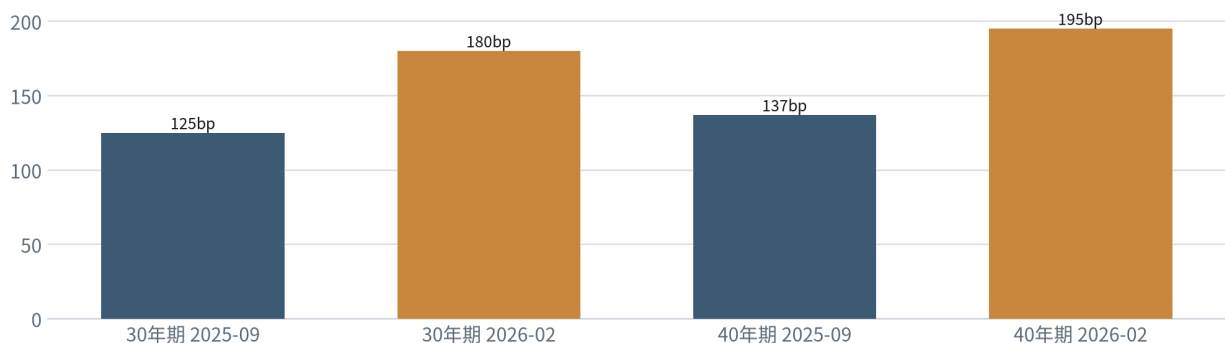
真正的战场，在另一块屏幕上。

2026 年 7 月 17 日，甲骨文 5 年期信用违约互换（CDS）升到**约 198 个基点**，**创下历史新高**，压过三个多月前 3 月 27 日的前高。彭博当天的标题很直白：「甲骨文信用风险指标刷新历史新高」。

CDS 是什么？说白了，就是你每年付一笔固定的保费，买一份“甲骨文违约就赔你”的保险。买它的人，赌的不是股价跌到多少，是这家公司**违约的概率在升**。

四个月，同一个发行人融资成本抬高四成

两次发行的最终定价利差 · 2025-09 vs 2026-02 · 基点(bp) · 发行人与评级未变



数据来源: SEC EDGAR

Opm.AI 出品

同一个发行人，四个月里融资成本抬高四成以上：30 年期利差 125→180bp，40 年期 137→195bp

关键在于，这个信号来得比股价崩塌早得多。

早在 2025 年 11 月，甲骨文的 CDS 就已经异动：截至 11 月 14 日的七周里，成交量放大到约 **50 亿美元**，而上一年同期只有约 2 亿——**25 倍**。买一份保护的成本，每 1000 万美元本金一年要付 11.1 万美元，数月内翻了三倍。

巴克莱信用策略师 Jigar Patel 追踪的这组数字里，甲骨文完成了一次身份转换：从"AI 冠军股"，变成华尔街对赌 AI 泡沫破裂的首选对冲工具。

股价是投票，CDS 是下注。

这里藏着这篇文章真正想说的那道分界线：股票市场和信用市场，问的根本不是同一个问题。股票在问"这家公司值 271 还是 126"，信用在问"1670 亿美元的债，它还得起还不起"。**第一个问题可以吵上三年，第二个问题只有两个答案。**

信用市场的判断，很快被评级机构盖了章。

2026 年 7 月 9 日，标普把甲骨文长期发行人评级下调一档到 **BBB-**——投资级里的最后一档，再降一级就是垃圾债。总债务 **1670 亿美元**。穆迪那边给的是 Baa2，展望负面。

评级一步步滑到垃圾级门口

标普长期发行人信用评级 · BBB- 为投资级最后一档



数据来源：标普全球评级

Opm.AI 出品

从投资级向垃圾债门槛滑落：标普一步踩到最后一档

标普还点了一个名字：甲骨文 **6380 亿美元的 剩余履约义务（RPO）（剩余履约义务）里，OpenAI 一家大约占了一半（标普口径）。**

RPO 不是收入，更不是已经到手的现金，它是签下的合约储备。可当这份储备的一半压在一个还在大把烧钱的客户身上，评级机构就得问一句：这笔"未来的钱"，兑现的概率有多高。

集中度，正是信用市场最怕的东西。

回过头看股票市场，它还在讲另一个故事。

截至 2026 年 7 月 16 日，34 位分析师对甲骨文的综合评级仍是"买入"，平均目标价 **271.88 美元**，买入占比八成——而当时股价 126.41 美元。目标价还挂着现价的两倍多，跨度从 Guggenheim 的 400 美元，到摩根士丹利的 207 美元。

只是这份一致预期是滞后的，一部分目标价压根没跟着暴跌更新。

股票市场还在争论这家公司值 271 还是 126，债券市场已经在算它会不会违约。

两条线在"谁先看到"这里合流：CDS 在 2025 年 11 月就拉响了警报，那时候股价还稳稳站在两百多美元的高位。信用市场更早，也更冷静。它不关心故事，只认一件事——钱，还得起吗。

当股票的目标价还挂在 271、甲骨文的违约保险却刚刚刷出历史新高，两个市场同时递给你两张报价单，你更愿意签哪一张？

风险提示：本文所涉数据与观点仅供参考，不构成任何投资建议；历史表现不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

来源：FINRA 空头持仓（经 MarketBeat 转载）、S3 Partners、ICE Data Services 与彭博（CDS 价格与报道）、巴克莱信用策略（成交量数据）、标普全球评级与穆迪（评级行动）、Wind 金融终端（股价）、MarketBeat 与 stockanalysis.com（卖方一致预期）。

文/0pm.AI

甲骨文真正的债，不在资产负债表上

表外租赁承诺一年从 434 亿涨到 2600 亿美元，是账面有息负债的两倍

翻开甲骨文 2026 财年的 10-K，资产负债表上最抢眼的一行是有息负债：**1295.41 亿美元**，流动加非流动，还不含任何租赁。

一家做云的公司背这么多带息的债，已经够让人皱眉。

同一张表上，经营租赁负债这一栏，也从上一年的 115 亿涨到了 **266 亿**，一年翻一番。两笔加起来，账面上的长期义务大约 **1562 亿**。

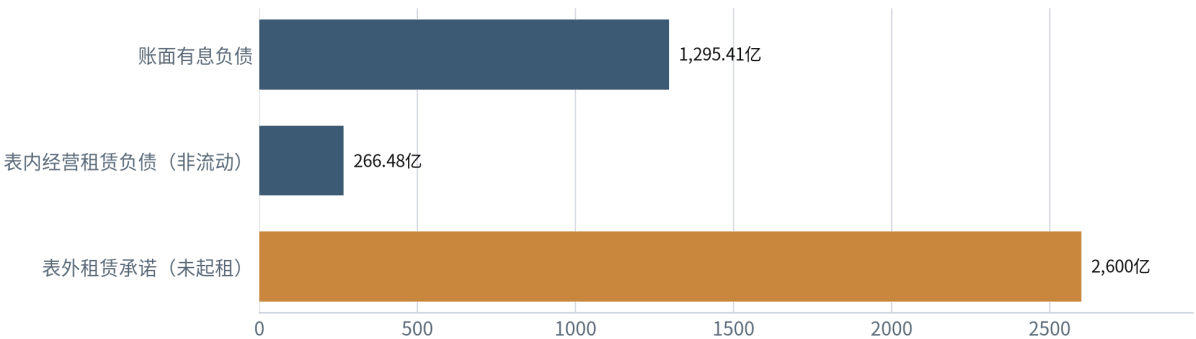
到这里，你以为已经看全了。

没有。翻到附注里租赁承诺那一节，还压着一个更大的数字：**2600 亿美元**。这些是已经签字、但尚未起租的数据中心长期租约。它不进负债栏，却是白纸黑字、退不掉的付款义务。

2600 亿，是账面那 1295 亿有息负债的整整两倍。

报表上看到的，只是全部义务的一小半

FY2026 期末 · 美元 · 表外租赁承诺为 10-K 附注披露的尚未起租金额



数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

账面有息负债1295亿、表内经营租赁266亿，都不及表外那2600亿尚未起租的租约——报表上看到的，只是全部义务的一小半

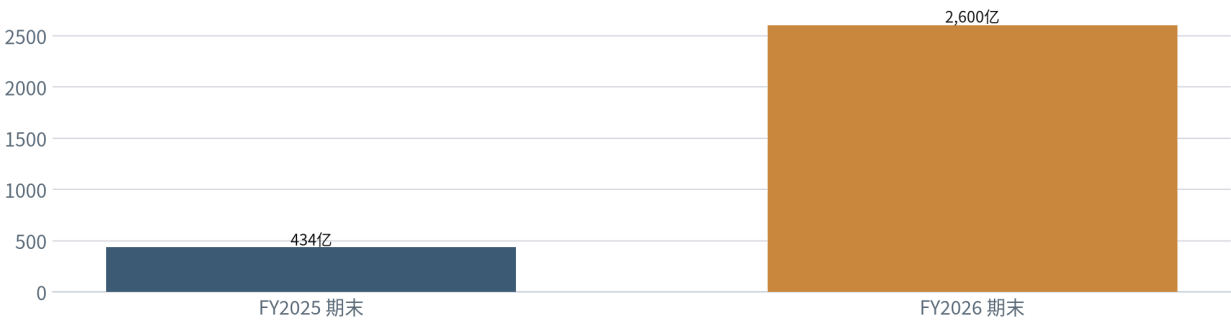
真正吓人的不是这个数，是它涨的速度

一年前，这个表外数字是 **434 亿**。

十二个月，从 434 亿到 2600 亿，翻了近 6 倍。最陡的一跳在 2026 财年二季度——一个季度，就多签了 **1482 亿美元**的租约。

一年 5.99 倍，大半是最近几个月签下的

尚未起租的租赁承诺 · 10-K/10-Q 附注 · 美元



数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

尚未起租的租赁承诺逐季阶梯：从434亿到2600亿，单在FY26Q2一个季度就跳增1482亿——一年签下的义务，大半是最近几个月按下的

这 2600 亿不是意向、不是框架、不是备忘录。是租约。甲骨文要在别人的机房里塞进 GPU、跑起 OpenAI 们的模型，就得先把楼、把电、把机架长期租下来。签了就得按月付，砍不动、退不了。

甲骨文自己在财报里最爱提的那句是：「甲骨文多云 AI 数据库本季度增长 404%，是我们有史以来增长最快的业务。」撑起这条曲线的，正是这些提前锁死的机房。需求有多猛，承诺就有多刚。

已经起租的那一角，账已经很重

甲骨文一边疯狂签租约，一边也在自建。光是自有的物业厂房设备，折旧费用就从 FY2024 的 31 亿、FY2025 的 39 亿，一路涨到 FY2026 的 **76 亿**——两年翻一番还多。

自建的折旧已经这么沉。而租来的那 2600 亿，大部分还没开始起租。

钱的来路，同样陡。融资活动现金流从上一年的 11 亿美元涨到 **403 亿**，一年 37 倍；2026 财年净融资 480 亿（发债 430 亿、股权 50 亿），下一财年还计划再融约 400 亿。

附注里还藏着一笔容易被漏掉的口子：**33 亿美元**的出租方借款担保，2026 年 9 月到期——甲骨文替它的房东做了贷款担保。表外义务不只是自己要付的租金，还包括替别人兜的底。

财报口径不到 3 倍，评级口径 4 倍——差的那一块就在表外

大多数人只看资产负债表。按公司财报口径算净债务对 息税折旧摊销前利润（EBITDA），甲骨文的杠杆率还不到 3 倍，账面看着是稳的。

评级机构不这么算。

2026 年 7 月 9 日，标普把甲骨文的长期信用评级从 BBB 下调到 **BBB-**——投资级里最低的一档，再降一格就是垃圾级。理由之一，就是把这些表外租赁义务计进了「调整后债务」。算进去之后，标普预测其调整后杠杆率会冲到 **4 倍中段**，总债务 1600 到 1670 亿美元。它还点名：OpenAI 一家，约占甲骨文剩余履约义务的一半。

公司口径的「不到 3 倍」和标普口径的「4 倍中段」，量的不是同一样东西——一个把 2600 亿挡在门外，一个把它请进屋。两个数不能直接比大小。但它们之间的差，恰好就是那笔表外义务的重量。

摩根士丹利看到的是同一件事。分析师 Keith Weiss 测算，把租赁全算进来，甲骨文的调整后债务会超过 **4000 亿美元**、杠杆率破 5 倍（此为分析师立场性测算），他把目标价从 320 美元一路砍到 207。

有意思的是，标普下调评级那天，甲骨文股价反而涨了 2.7%。市场那天，没打算认这笔账。

你看到的，只是它一半的债

资产负债表上的甲骨文，是一家背着 1295 亿有息负债、杠杆不到 3 倍的公司。

翻到附注，是另一家：真实的长期义务是它的两倍还多，而且大部分还没开始付。

同一家公司，两张面孔。剩下的问题只有一个：当那 2600 亿从「承诺」变成「每月账单」，那些要来还它的收入，真的会按时到账吗？

来源说明：本文数据来自甲骨文 FY2026 年度报告（10-K）与季度财报新闻稿（8-K，均为 SEC 申报文件）、标普全球评级下调公告、摩根士丹利研报（经 Barchart、TheStreet 等财经媒体转述）、CNBC。剩余履约义务（RPO）、收入、现金收款三个口径不混用；表内债务与评级机构调整后债务口径不同、不可直接比较；分析师测算为其立场性观点。

风险提示：本文不构成任何投资建议。历史数据不代表未来表现，市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

用 2066 年到期的债，买四年就报废的显卡

GPU 租赁毛利 14%，公司整体 70.6%；折旧年限两家相反

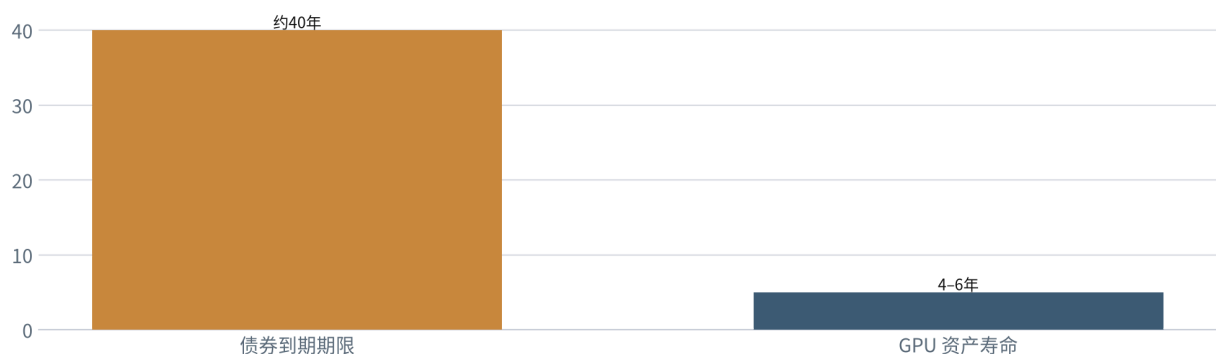
一张英伟达的显卡，进机房到被淘汰，行业里给它的寿命是四到六年。

甲骨文为买这些卡而借的钱里，有一笔要还到 **2066 年**。

一头是四十年后才到期的债，一头是五年就进电子垃圾场的卡。这两个数字放在同一张资产负债表上，本身就是这门生意最扎眼的地方。

债要还四十年，买来的东西五年换一代

甲骨文已发行 2066 年到期债券；服务器折旧年限 6 年、GPU 实际代际更替约 4-6 年



数据来源：SEC EDGAR

Opm.AI 出品

一端标着2066年到期的债券、另一端标着4-6年寿命的GPU，两条时间线错位横陈

这张图想让你看见的只有一件事：融资的久期，远远长过它买来的东西能干活的时间。债还没还完，卡已经换过好几代了。

70.6% 是软件的利润，租显卡的利润是 14%

甲骨文过去几十年被当成一家软件公司，软件公司的好处是毛利率高得吓人。

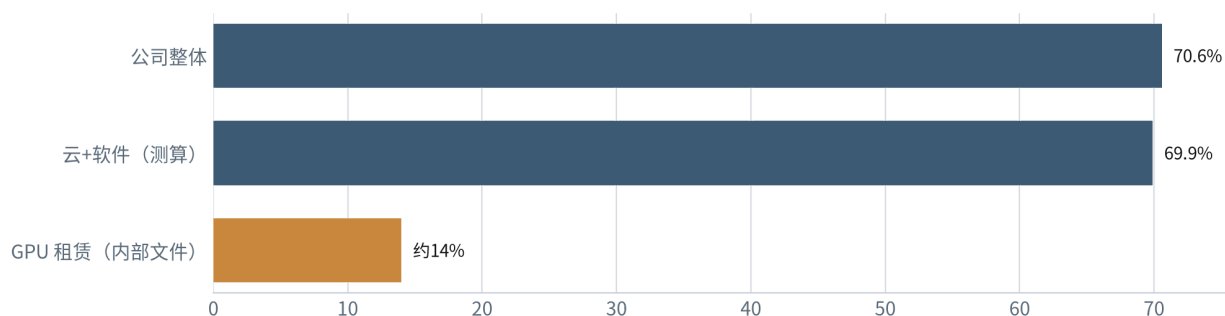
公司整体毛利率 **70.6%**。云加软件合并口径，测算下来也有约 **69.9%**。这是数据库、是授权、是每年躺着收的支持费——卖一份拷贝的边际成本近乎为零。

但把镜头推进到它现在最烧钱的那块业务——出租英伟达芯片的算力租赁——数字彻底换了一副面孔。

一份被媒体拿到的甲骨文内部文件显示：截至 2025 年 8 月的三个月里，这块租赁业务收入 9 亿美元，毛利率只有 **14%**；把范围放宽到所有 AI 云交易，平均 **16%**，区间从低于 10% 一直到略高于 20%。（口径提醒：这是泄露的内部文件、并非公司正式披露，与同行的披露口径也不能直接相减。）

越靠近 AI，毛利越薄

三套口径互不可减：公司整体与云+软件为 10-K 及本社测算；GPU 租赁约 14% 出自媒体获得的内部文件、非公司披露



数据来源：The Information

Opm.AI 出品

甲骨文毛利率的三层落差：公司整体70.6%、云+软件69.9%、GPU租赁约14%

同一家公司，从 70% 掉到 14%，中间不是打折，是换了一种生意。图里这道断崖，就是"卖软件"和"当二房东"的差别。

它不是软件生意，是重资产的二房东

租显卡的钱去哪了？

一台机器的租金收进来，先要还给那张卡本身的折旧，再交电费，再摊机房、网络 and 散热。GPU 满负荷运转，电力和冷却都是真金白银的持续消耗，不是软件那种一次开发、无限复制。

甲骨文买卡的钱，很大一部分靠借。而它扛下这么大 AI 基建投入的原因，市场已经点破：这些承诺主要是为了服务 OpenAI 一个大客户。为一个客户压上创纪录规模的债，去做一门毛利 14% 的租赁——这就是问题的形状。



机柜里成排的GPU与它们背后轰鸣的散热风道

软件的利润来自代码，租赁的利润来自“租金减成本”那道薄薄的价差。而这道价差里最大的一块成本——折旧——恰恰是一个可以被会计假设左右的数字。

同一批服务器，一家说能用六年，一家说只能用五年

折旧年限越长，每年计提的折旧越少，当期账面利润越好看。这个杠杆，甲骨文用了两次。

FY2023，它把服务器折旧年限从 4 年延长到 5 年。FY2025，再从 5 年延长到 6 年。仅后一次变更，就让 FY2025 的总营业费用减少 **7.33 亿美元**、净利润增加 **5.73 亿美元**，折合每股基本收益多出 **0.21 美元**。

甲骨文自己在 10-K 的风险因素里写下过这句话：「若云战略发生变化，该使用年限可能缩短，进而对我们的盈利能力产生不利影响。」

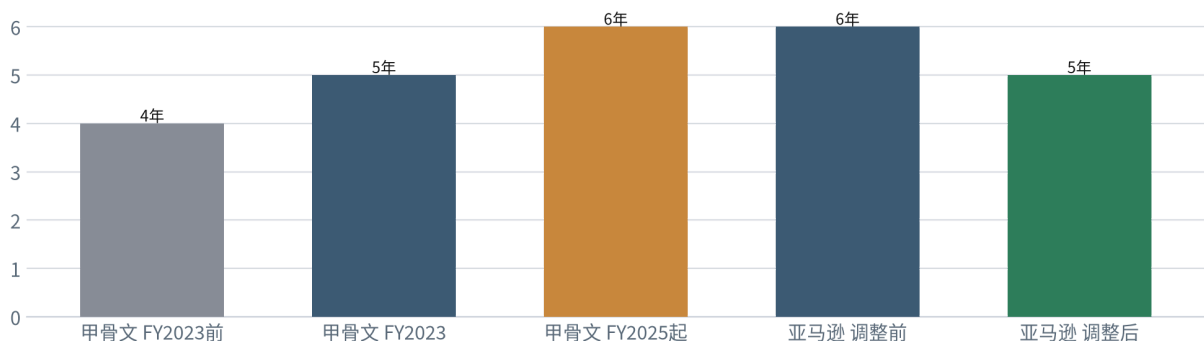
真正刺眼的对照在同行那边。

亚马逊 2024 年也曾把服务器从 5 年延到 6 年。但从 2025 年 1 月 1 日起，它因为 AI 技术迭代加速，把部分服务器和网络设备的年限**反向缩回 5 年**——这一调整让 2025 年折旧摊销一次性增加了 **14 亿美元**。

同一类资产，同一个 AI 换代周期，一家往长里调，一家往短里调。

同类资产，两家的判断正好相反

服务器折旧年限 · 均已在各自 10-K 充分披露 · 属合法会计估计变更



数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

折旧年限走向相反：甲骨文4→5→6年，亚马逊6→5年

这张图不是要判谁对谁错。两家都在 10-K 里充分披露，都是合法的会计估计变更。它只是把一个尴尬的事实摆出来：折旧年限是会计假设，GPU 报废是物理事实——当两家最懂算力的公司对“这卡能用几年”给出相反答案时，用更长年限撑起来的那份利润率，成色到底几何，你自己掂量。

反方的账：官方 32%、利用率 97.5%、剩余履约义务（RPO）六千亿

看多的人有一套完整的说法，得正面接住。

甲骨文官方给过一个具体数字：FY2026 第三季度**本季交付的 AI 算力**毛利率 **32%**，高于公司自设的 30% 下限；管理层称 GPU 利用率维持在约 **97.5%**，手里还压着 **6380 亿美元** RPO 合约。多家投行据此上调目标价——奥本海默上调到 235 美元、美银 240 美元、摩根大通首次覆盖给增持。

问题是，32% 这个官方数字的口径是“本季交付的算力”，既不等于 甲骨文云基础设施（OCI）整体，也不等于泄露文件里那 14% 覆盖的存量租赁盘。两个数字量的不是同一样东西。

而且甲骨文的 CFO 在同一场电话会上，亲口说了 FY2027 的毛利率还要“下台阶”。一边是“极为赚钱”的对外口径，一边是自己承认利润率还要再降——这份张力，出自同一场会。

做空一方走得更远。有对冲基金经理持有看跌头寸，用折旧敏感性做过测算，主张一旦缩短年限、利润率会更难看（这是持有空头头寸者的立场性观点，其用到的“欺诈”一类措辞，本文不采纳）。巴克莱固定收益的分析师则把甲骨文债券下调到减持，估算它的债务权益比高达约 **500%**——对照之下，亚马逊约 50%、微软约 30%。

高杠杆做低毛利，两头都没有缓冲

把三组对照叠在一起，这门生意的骨架就露出来了。

久期是错配的：还债还到 2066 年，买的卡五六年报废。利润是薄的：软件 70.6%，租显卡 14%。而撑住这 14% 的那点账面利润，还依赖一个可以两度延长的折旧年限假设。

软件生意的高毛利，能吸收波动。二房东生意不能——GPU 代际一更替、租金一往下走、或者折旧假设一收紧，任何一端生变，中间那道薄价差都没有回旋的余地。

市场其实已经在给这门生意重新定价。从 2025 年 9 月约 9000 亿美元的峰值市值算起，股价回撤约 **55%**；仅 2026 年内就跌了 24%，同期软件行业 ETF 只跌 16%——多跌的这 8 个百分点，是甲骨文自己的账，不是行业的账。

用四十年后才还清的钱，去买五年就报废的东西，中间挣的是 14 分的毛利——当利润要靠“这卡还能用几年”的假设来撑，你愿意把这份假设，估到多长？

风险提示：本文仅为基于公开资料的分析，不构成任何投资建议。文中数据口径以来源披露为准，历史表现不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

来源：Oracle FY2026 Form 10-K、Amazon 10-K、Microsoft 10-K (SEC)；The Information；CNBC；巴克莱固定收益研究（券商资讯平台转述）；Oracle FY2026 财报电话会。

占它一半订单的客户，年报里一次都没出现

年报全文 52 万字符，OpenAI 与 Stargate 均出现 0 次

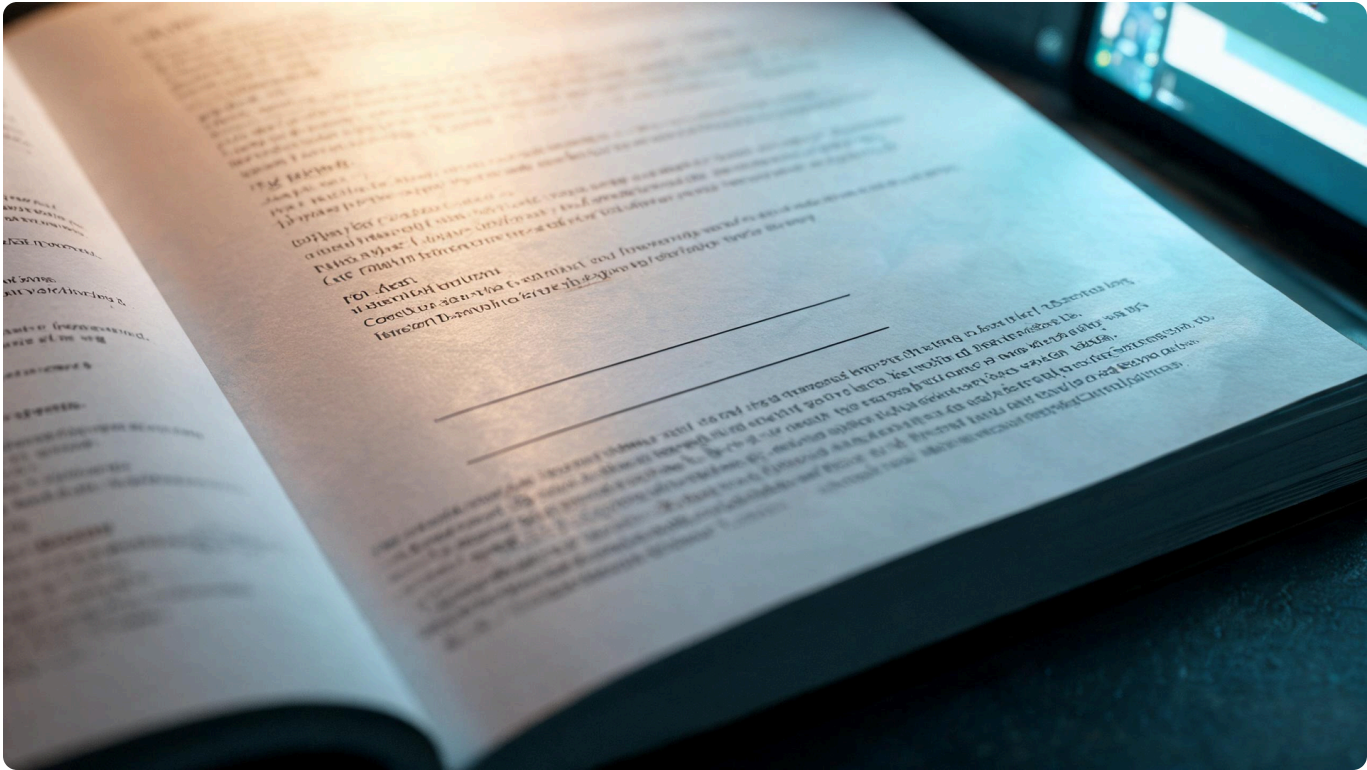
把甲骨文那份 FY2026 年度报告（10-K）整份拉下来，**52 万字符**，比一本长篇小说还厚。

搜索框里敲三个词。

"OpenAI"——出现 0 次。

"Stargate"——0 次。

"照付不议"这类锁定付款义务的条款——同样 0 次。



年报纸页上那一处该有名字的空白

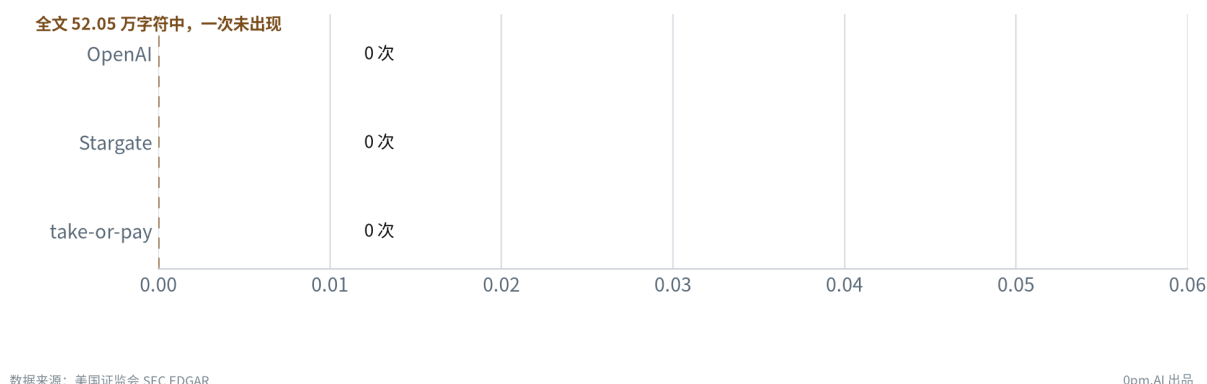
这不是疏漏。一家把最大一笔生意押在某个客户身上的公司，在自己最正式、要对 SEC 和全体股东负责的那份文件里，把这个客户的名字，一次都没写。

而在这份年报之外——标普的一份研究报告里写着，OpenAI 约占甲骨文那 6380 亿美元在手订单（RPO）的一半（标普口径）。

一半。半壁江山的甲方，年报正文里查无此人。

三个最该出现的词，出现次数都是零

FY2026 Form 10-K 全文检索 · 全文约 52.05 万字符 · 检索由本社复核



10-K 全文检索：三个最该出现的词，出现次数都是零

先别急着喊黑幕。同一份 10-K 里，还躺着另一句白纸黑字的话：

「过去三个财年（FY2024、FY2025、FY2026），没有任何单一客户，占到我们总营收的 10% 或以上。」

两句话摆在一起，像在打架。占了一半订单的客户，怎么会连 10% 的营收都不到？

不矛盾。这正是讲透的地方——它们说的根本不是同一个东西。

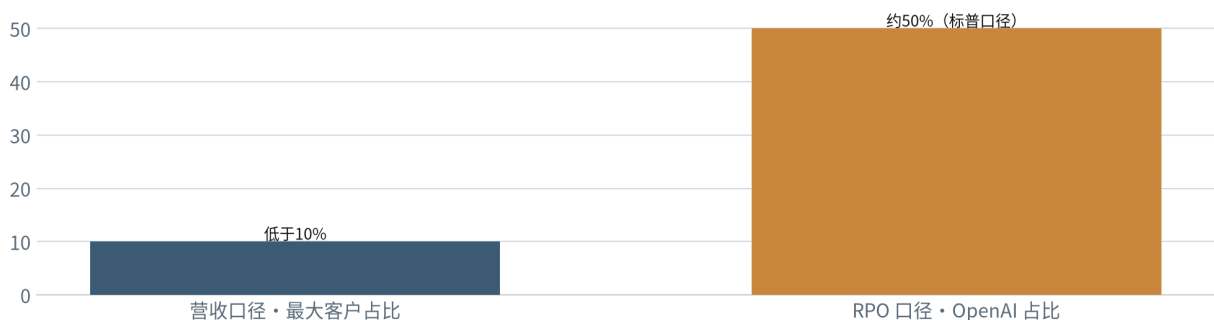
一个是**流量**，一个是**存量**。

"占总营收 10%"，量的是已经确认成收入、已经进了利润表的钱。是过去一年真金白银收到、赚到的。

"占 RPO 一半"，量的是已经签了合同、但还没开始履约的未来订单。是躺在合同里、还没变成一分钱营收的承诺。

同一个客户，两个口径两个答案

营收口径为 10-K 原文「无单一客户占总营收 10% 以上」；RPO 占比为标普报告表述「约一半」，非本社测算



数据来源：标普全球评级

Opm.AI 出品

营收口径量的是昨天，RPO 口径量的是明天——同一个客户，两个答案

OpenAI 那笔巨约，**2027 年**才起算。

在 FY2026 这份年报覆盖的时间里，这个客户贡献的营收可能小到微不足道——服务还没真正开始交付。它撑起了 RPO 的半边天，却没在利润表上留下多少痕迹。

同一个客户，于是可以同时"占一半"和"不到 10%"。前一句讲的是明天，后一句讲的是昨天。

这层想通了，"名字为什么能匿名"也就通了。

SEC 要求点名大客户，门槛是按**营收**算的——一个客户的销售额占到公司总营收 10% 以上，才触发披露义务。RPO 再大，只要还没转成营收、还没跨过那道线，甲骨文就没有义务写出它是谁。

合规。完全合规。

但合规不等于透明。这道按流量设的门槛，恰好把这家公司眼下最大的一个风险敞口——它未来五年最厚一叠收入押在谁身上——挡在了投资者视线之外。

这个名字并非从没被念出来过。FY2025 年三季度那场财报电话会上，公司高管当着分析师的面，把 OpenAI 列进了大客户名单。名字在会议室里被说出口，在新闻稿里被提及，却唯独在最该白纸黑字的那份法律文件正文里，成了一片空白。

这个匿名的甲方，到底有多重，值得掂一掂。

按外部报道，OpenAI 眼下年化营收在 **250 亿美元**量级，且仍在大额亏损（此为付费墙媒体报道，只能定性看）。据《华尔街日报》等媒体报道，它与甲骨文的合约，年均金额约 **600 亿美元**量级——是它当前一整年营收的数倍。

一个自己还在烧钱、年营收 250 亿的客户，签下了年均 600 亿的算力订单。这笔钱从哪来、能不能按时付，甲骨文那 6380 亿 RPO 里最厚的一叠，答案全系于此。

再往下看一层，连“活儿干了多少”都还早。支撑这些订单的 Stargate 数据中心集群，七个站点规划总电力约 **9 吉瓦**，眼下真正投产的约 **0.3 吉瓦**。规划与现实之间，隔着九牛一毛的距离。

（Stargate 是多方合资、跨多年的项目，其总规模与甲骨文单个财年的资本开支不是一回事，不能相加或互相印证。）

也有让甲骨文松口气的地方。它在文件里说，近两个季度新增的大额 AI 订单，很多是客户先掏预付款、或者客户自带 GPU 交给甲骨文运营——这两块合计约 **750 亿美元**，用公司自己的话说，「大幅降低了甲骨文为建设 AI 数据中心必须募集的资本」。

风险被摊薄了一部分。摊不掉的是那个根本问题：这半壁订单的对手方是谁、信用几何、付款节奏如何。年报把敞口的大小写得清清楚楚——6380 亿、五年转化表都在——唯独把那个决定这一切的主语，留了白。

而 RPO 6380 亿里，只有约 **12%**（约 766 亿）会在未来一年变成收入，约 **68%** 要等三年以上。那个匿名甲方的分量，会在往后好几年里越来越重，而不是越来越轻。

一份年报，可以同时做到诚实和沉默——每个数字都真，最关键的那个主语却不在。

你愿意为一张看不清对手方是谁的订单簿，付多高的价？

来源（可自行核验）

- 甲骨文 FY2026 年度报告（Form 10-K，SEC 申报）：6380 亿美元 RPO 及其五年转化时间表、“过去三个财年无单一客户占总营收 10% 或以上”的披露、物业厂房设备折旧。
- 甲骨文 FY2026 第四季度 8-K（Ex-99.1，SEC 申报）：约 750 亿美元客户预付款与客户自带硬件、新口径分部营收、下一财年指引。
- 甲骨文 FY2026 第四季度财报电话会实录：RPO 转化节奏与资本开支口径。
- 标普（S&P Global）研究报告：OpenAI 约占甲骨文 RPO 一半（标普口径）。

- 《华尔街日报》等媒体报道：OpenAI 与甲骨文合约年均约 600 亿美元；OpenAI 年化营收约 250 亿美元量级且仍大额亏损（付费墙媒体，仅作定性）。

风险提示：本文所有数据均来自甲骨文 SEC 申报文件（10-K、8-K）、财报电话会实录、标普研究报告及公开媒体报道，口径已尽力标注，不构成任何投资建议。历史不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

同一个 6380 亿，多空吵出了两个相反的结论

目标价 400 对 207，而它是五家里估值最低的

2026年7月17日，甲骨文收在124.21美元。

同一天，翻开的是同一份10-K，盯着的是同一行数字——剩余履约义务6380亿美元，同比暴涨363%。

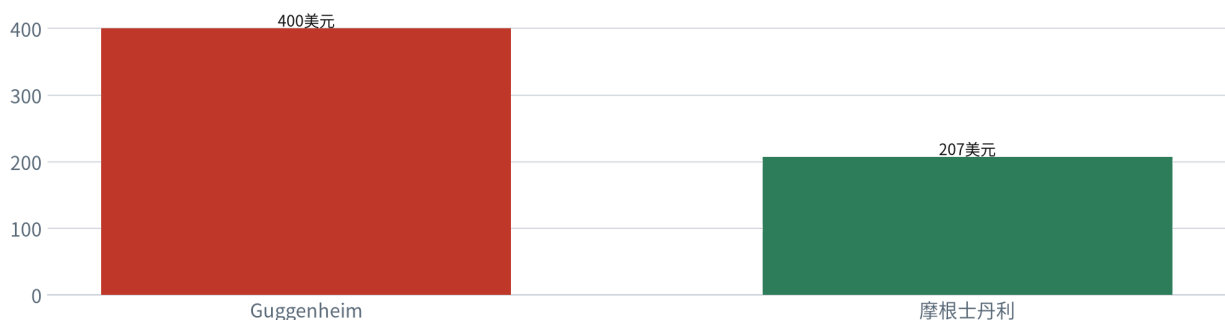
Guggenheim的John DiFucci从这行数字里读出400美元，把甲骨文列为2026年软件板块首选，隐含涨幅超过两倍。摩根士丹利读出207。

两个人看的是同一张资产负债表，同一个客户名单，同一笔已经签了字的合约。结论差出接近一倍。

这不是信息差。数据摆在那儿，一个字都没藏。这是同一个数字被读出了两种未来。

同一个 6380 亿，目标价差了近一倍

卖方目标价 · 具名机构 · 美元 · 不构成投资建议



数据来源：路透社/CNBC

Opm.AI 出品

同一个6380亿剩余履约义务（RPO），卖方目标价从207到400，隐含涨幅相差一倍多

先把看多的账摆足，不许糊弄。

看多方站得住的地方，一点都不虚。

6380亿不是画饼，是签了约的合同金额。管理层过去几个季度立过的flag，基本都兑现了：FY2026说云的整体增速要过40%，实际39%，差一口气；说甲骨文云基础设施（OCI）增速要过70%，实际77%；说RPO要翻一番，实际翻了三倍多；说OCI收入要做到180亿，精准落在181亿。一个连续把大话说成真的团队，不该被默认在吹牛。

云的需求也是真金白银。6月当季，云基础设施收入同比涨了93%，云业务已经占到总收入的52%——这家卖了几十年数据库的老公司，主体真的换成了云。

至于现在难看的现金流，看多方的解释是：这是建设期。甲骨文在提前把机房、GPU、电力一次性砸下去，账面自然流血。DiFucci测算，项目层面的稳态投入资本回报率能落在20%出头，等前置投入停下来、经常性的高毛利收入接上，自由现金流会从FY2029开始大幅反转。

这套逻辑的落点只有一个词：等。

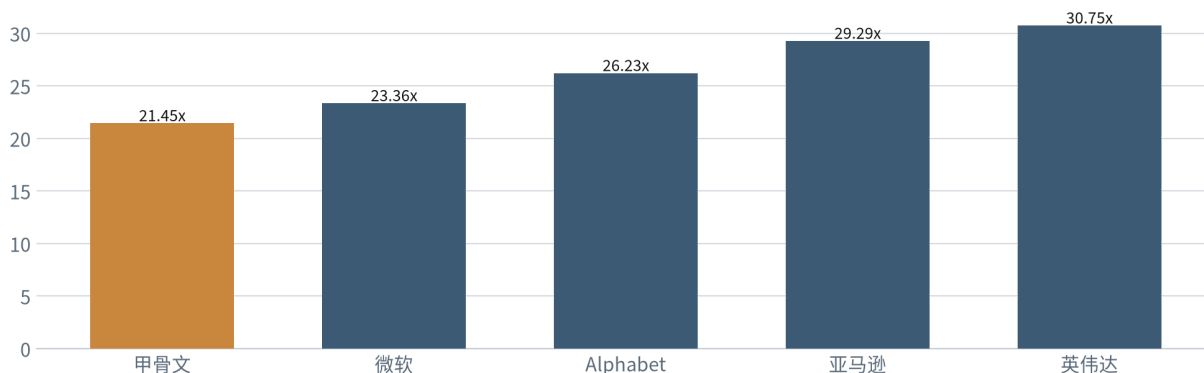
真正让危机论难堪的，是估值本身。

如果甲骨文真站在悬崖边，市场应该给它一个悬崖边的价格。

可跌了六成之后，它现在的市盈率（TTM）21.45倍，企业价值倍数（EV/EBITDA）13.82 倍。把微软、亚马逊、Alphabet、英伟达摆在一起同口径同时点比一遍——甲骨文是这五家里估值**最低**的那一个。

跌了六成之后，它的估值是五家里最低的

PE(TTM) · 同终端同时点同口径 · 2026-07-17 收盘 · 可读作错杀，也可读作市场已不再按成长股给它定价



数据来源：Wind 金融终端

Opm.AI 出品

同口径同时点横比，跌了六成之后的甲骨文，估值是五巨头里最低的

这一条，看空的人不太愿意接。

一个据说要爆雷的公司，估值反而比四个没爆雷的同行都低。要么市场把危机定价过头了，要么便宜本身就是危机的证据。你信哪一个，基本就决定了你站哪一边。

再把看空的账摆足，同样不许糊弄。

看空方也没有一个数字是编的。

现金流是负的，不是“暂时紧张”——自由现金流净流出236.86亿美元。表外还压着约2600亿美元的义务。为了填这个窟窿，FY2026融了480亿（举债430亿、增发股权50亿），FY2027计划再融约400亿。

评级机构先动了手。7月9日，标普把甲骨文的长期发行人信用评级下调一档到BBB——投资级里的最低档，再往下一格就是垃圾级。总债务1670亿美元。信用市场不看目标价，它看的是还款能力。

毛利率也能读出两个数。看多方引用的AI基础设施毛利率是32%，高于公司自设的30%下限；而媒体拿到的一份内部文件显示，GPU租赁这块的毛利率只有14%到16%。两套是不同口径、不能直接相减，但方向上，一头说这生意肥，一头说这生意薄。

最扎眼的是那半张单子。6380亿RPO里，OpenAI一家大约占了一半，标普口径如此。而OpenAI眼下的年化收入只有约250亿美元。甲骨文自己在FY2026年报里都新增了一条风险提示，直说部分客户高杠杆，可能出现无法收款、无法履约的情况。

看空的落点也只有一个词：万一。

吵到这里，你会发现多空根本没在争同一件事。

他们不在数据上分歧。RPO是6380亿，两边都认；现金流是负的，两边都认；估值最便宜，两边也都认。

分歧藏在那份很少有人读完的转化时间表里。

10-K原文写得清清楚楚：「截至2026年5月31日，我们的剩余履约义务为6380亿美元，其中约12%预计在未来十二个月内确认为收入，34%在第13至36个月，34%在第37至60个月，其余在此之后。」

翻成人话：未来一年能变成收入的，只有约766亿；约68%要等三年以上，约20%要等五年以上。

6380亿不是一个数字，是一张要分五年才能兑现的欠条。

看多方读这张欠条，读的是"终将兑现"——只要RPO按表转化、融资窗口一直开着，五年后就是一台高毛利的现金机器。看空方读同一张欠条，读的是"中间任何一环卡住"——OpenAI收入跟不上、某个客户还不上款、评级再降一档融资成本抬高，这条链就断在半路。

所以400和207不是两个估值，是两个时间假设。一个赌五年内每一环都接得住，一个赌五年里总有一环接不住。数据没法裁决这个分歧，因为未来还没发生。

最后交代一件容易被两边都忽略的事。

就在甲骨文刷出25年来最差单周表现的同时，仍有71%的分析师给它买入评级——这个比例接近15年来的高位。

一边是股价的历史级重挫，一边是买入共识的历史级密集。连"专业意见"本身，都在同一个数字面前裂成了两半。

便宜是事实。便宜的原因，也是事实。

这一篇不替你选边。只把话儿：当一个数字能同时支撑目标价400和207，真正该问的不是"它值多少钱"，而是——**你更愿意为哪一个假设的破产买单？**

风险提示：本文所有数据均来自公开财报、评级机构公告及具名媒体报道，口径已尽力标注（RPO≠收入≠现金、GAAP与非GAAP、财年与自然年等），不构成任何投资建议。历史表现不代表未来，卖方目标价为机构立场性观点、非事实。市场有风险，投资需谨慎。

来源说明：Oracle FY2026 Form 10-K 及各季8-K；标普全球评级（S&P Global Ratings）评级行动；Guggenheim、摩根士丹利、Oppenheimer、摩根大通、美银证券等卖方研报（经24/7 Wall St.、TheStreet、Benzinga、Motley Fool 等具名媒体转述）；Oracle FY2026 Q4 财报电话会实录。

文/0pm.AI

甲骨文的危机不在还不上，在必须一直借下去

本金 69.4% 到期在 FY2032 之后，真正的触发点是再融资窗口

翻甲骨文过去八个季度的财报新闻稿，有个东西悄悄消失了。

前六期，每一份稿子里都有管理层具名说话——安全岛声明之外，董事长、CEO、CFO 轮流被引述两到四段；FY2026 Q2 那期赶上双 CEO 交接，具名引述堆到四段。到了 Q3、Q4，这些引述整整齐齐归零。全文再找不到一句"某某表示"，只剩一段谁都不担责的 Safe Harbor 样板。

同一时间，Ellison 没有出现在 Q4 电话会上。CFO 一年换了三任：Safra Catz 卸任、Kehring 短暂接手、2026 年 4 月空降 Hilary Maxson。

沉默不写在财务报表里。但它是信号。

很多人一看到甲骨文的债务规模，第一反应是：它是不是快还不上了。

打开到期结构，这个担心站不住。本金 1301 亿美元里，**69.4% 到期在 FY2032 之后**（FY 为甲骨文财年，6 月起）。FY2027 一整年，真正到期的只有 **72 亿美元**。以甲骨文的经营现金流，这个数字不构成压力。短期偿债，几乎不是问题。

所以危机不在"还不上"。

甲骨文的麻烦在另一头：**它必须继续借。**

它手里那套扩张计划——为 OpenAI 之类的客户铺算力、砸 capex——不是靠还旧债维持的，是靠源源不断的新钱撑着。FY2027 光 capex 指引就摆到 **700 亿美元**一档（业绩电话会转录口径）。这个规模，经营现金流填不满，缺口要靠发债、发股来补。

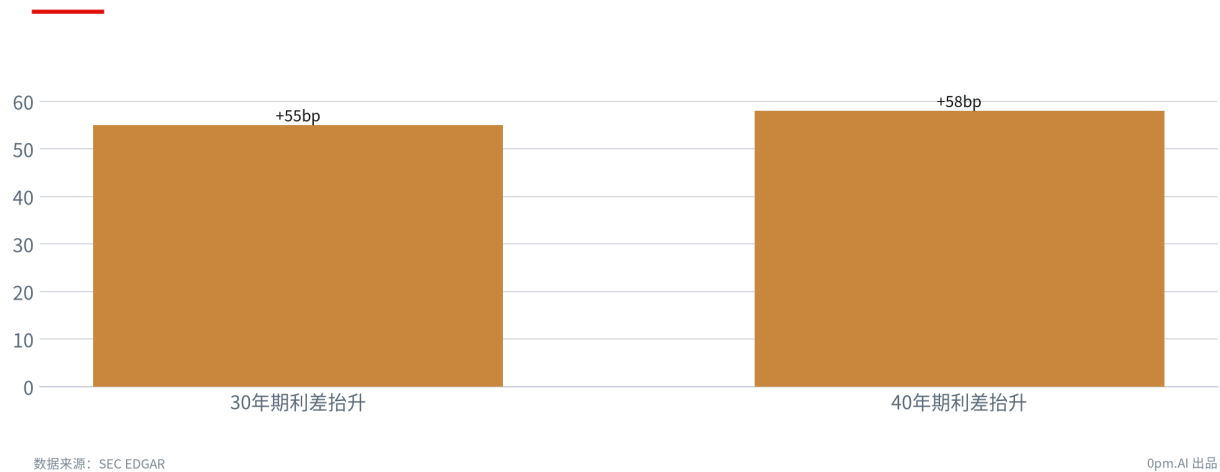
一个把借新当成呼吸的公司，怕的不是某一笔到期，是有一天借不进来、或者借得太贵。

而借钱，正在变贵。

同一个甲骨文，四个月里，30 年期债券的信用利差从 **125bp 走阔到 180bp**，40 年期从 **137bp 拉到 195bp**。发行人没变，评级没动，市场对它的定价先动了。

发行人没变，评级没变，市场先加了价

两次发行最终定价利差之差 · 基点(bp) · 2025-09 → 2026-02



甲骨文再融资成本阶梯：四个月内 30 年期利差 125→180bp、40 年期 137→195bp，发行人与评级未变、市场先加价

利差每宽一档，都是未来每一笔新债要多付的利息。

今年 2 月，甲骨文一口气宣布最多 500 亿美元的债务加股权融资计划，还专门声明——「2026 日历年内不再增发债券」。话说得满，动作更快：宣布后数日内，靠投资级债券和强制可转换优

先股就募到 **300 亿美元**，订单簿创纪录、大幅超额认购。

一边喊着今年不再发债，一边几天扫进 300 亿。这不是从容，是趁窗口还开着赶紧把钱收进兜里。

借得贵，贵到什么程度会真正伤筋动骨，SemiAnalysis 的一组情景测算给了个刻度（模型测算、非实际经营数据）：一个 GPU 租赁项目，全包融资成本 5.62% 时，税前利润率还有 **14.8%**；融资成本升到 10%，利润率直接掉到 **5.4%**。同一个项目，利润被融资成本吃掉近三分之二。要是背书结构被触发，模型里的 内部收益率（IRR）甚至归零、转负。

算力资产的账，对钱的价格敏感。利差走阔几十个 bp，压在这种薄利润率上，是能把一个项目从赚钱推到不赚钱的量级。

真正该盯的，是评级机构划的那条线。

据报道，标普给甲骨文列了三条降级触发条件：一，杠杆持续高于 **4.5 倍**；二，看不到在 FY2029 转正自由现金流的路径；三，对它这套 AI 战略的看法转向负面（该三条为单源转述）。

耐人寻味的是第一条。标普自己对甲骨文 FY2027 的杠杆预测，就是 **4 倍出头 (mid-4x)**。预测值已经贴着触发线在走。留给它的余量，薄得几乎没有。

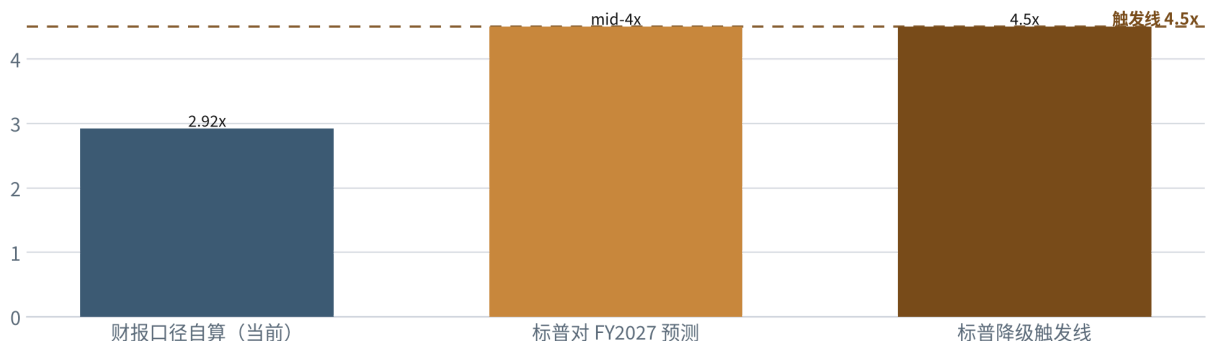
评级下调之所以致命，是因为投资级和垃圾级之间那道线不只是面子。一旦评级跌破 BBB-（投资级最低一档）掉进垃圾级，一大批只能持有投资级债券的指数基金、被动资金，会被规则强制抛售。抛售压低债价、推高利差，新债发行成本再上一个台阶——一个借钱越贵、越难借的循环。

对一个"必须继续借"的公司，这个循环就是那扇窗关上的声音。

我不预测崩盘。只把这场危机拆成一张你能自己逐条核对的表。

标普自己的预测，已经贴着它的触发线

净债务/EBITDA • 评级机构调整后口径与财报口径不可并列比较 • 触发条件为据报道的单源转述



数据来源：标普全球评级

Opm.AI 出品

甲骨文危机的五个可观测阈值——每条给出“看什么数、翻到什么值算兑现”

- **新发债利差**：接着盯 30 年、40 年期。已经从 125bp 走到 180bp，再往上走阔，就是窗口收紧。
- **评级迁移**：任何一家机构再降一档，尤其逼近 BBB-，就是被动抛售的前夜。
- **表外租赁承诺增速**：这是绕开表内债务的隐形杠杆，增速越快，真实负债越被低估。
- **OpenAI 付款节奏**：这套算力扩张押在少数大客户身上，客户回款一旦变慢，缺口就得更多新债去填。
- **FY2027 Q1 实际 capex 对 700 亿指引的偏差**（电话会转录口径）：超支，意味着融资缺口比说的还大。

每一条，都是那扇再融资窗口开或关的读数。

甲骨文不缺还这一笔的钱。它缺的，是往后十年借下去、每一次都借得进、还借得起的把握。所以真正的问题不是它还不还得起这一笔——而是当一家公司的生存，不取决于能不能还清、只取决于市场愿不愿意一直借给它，你还看得懂它的利润表吗？

风险提示：本文所涉数据与观点仅供研究交流，不构成任何投资建议。文中信用利差、评级触发条件等含单源转述与机构情景测算，口径已随文标注；历史与预测不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

来源说明：甲骨文 FY2026 各季度 8-K 财报新闻稿及业绩电话会转录；标普全球评级相关报道；SemiAnalysis 情景测算。

文 / 0pm.AI

跟着 AI 涨的中国公司，有几个能在披露里找到订单

一次可复现的核查：官网全文检索查无此名，市值却涨了 410%

打开英伟达中国官网，再打开它和 MGX 的那个专页，按下 Ctrl+F，输入"英维克"三个字，回车。

零个结果。换成英文"Envicool"，再回车。还是零个。

这不是我一个人的手气。2026 年 4 月 23 日，第一财经的记者杨佼、魏中原做过同一件事，两处页面都检索不到这家公司的名字，也拿不到任何它直接向英伟达供货的公开信息。

而英维克的市值，在这轮算力叙事里涨了 **410%**。



放大镜下的公告纸页

这套动作，你现在就能重做一遍。它不需要内幕，不需要调研纪要，只要一个浏览器和一次全文检索。

这条产业链，在公开披露那一层是断的

甲骨文、Stargate、OpenAI 的算力扩张，是这一年最响的故事。这条链要落到中国 A 股上，理论上该有一串受益的名字。

翻遍交易所公告和投资者互动平台，你很难找到哪家 A 股公司拿出一纸官方确认，说自己进了甲骨文或 Stargate 的供应链。整条链上唯一具名、且见诸公开报道的关联，是几家中国台湾的原始设计制造商（ODM）厂商——鸿海、神达、纬颖、广达（DIGITIMES 2025 年 9 月 23 日报道）。它们，A 股买不到。

那 A 股这些涨上去的名字，涨的就不是订单。是想象力。

一个标本：市值 +410%，利润 -81.97%

英维克把这件事演得很干净。

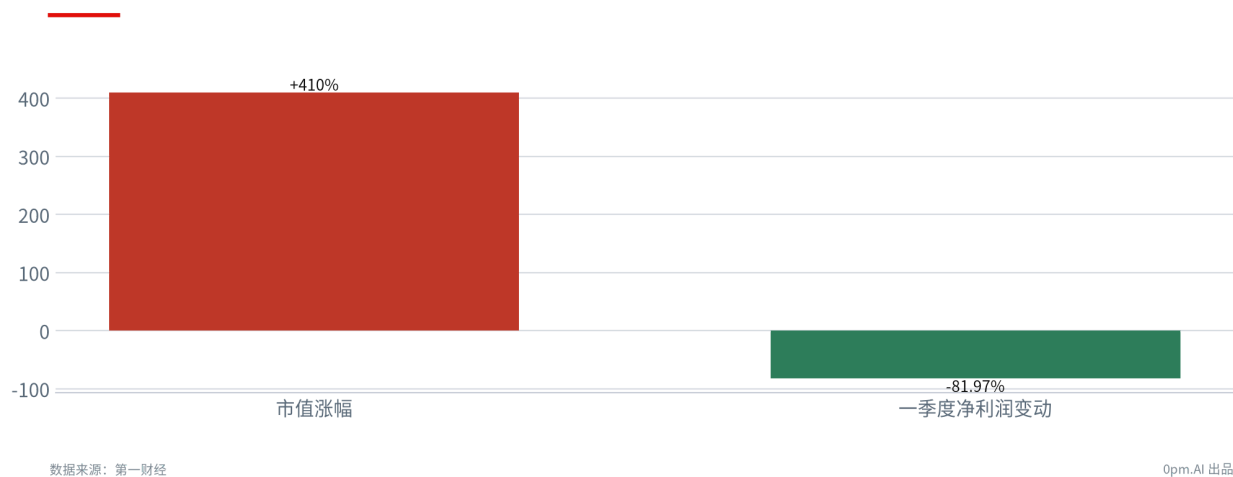
市值涨 410% 的同一段时间里，它 2026 年一季度的净利润下跌了 **81.97%**。一个往上冲，一个往下掉。

面对“英伟达供应商”的传闻，公司董秘的回应，几乎是把话堵死又留一条缝：「客户对我们有保密要求，暂时没有计划披露相关内容」；「这于它对我们的认可，但我们无法披露，是否形成订单、是不是它的供应商」。互动易上的回复更省事：「具体可通过英伟达官网等渠道进行了解」。

让你去官网了解——而官网上，恰恰检索不到这个名字。

官网查无其名，市值却先涨了 410%

英雄克案例 · 第一财经 2026-04-23 核查：英伟达官网与 MGX 专页全文检索无该公司名；
市值涨幅与一季度净利同期对照



官网查无其名，市值却先涨了 410%：一次可复现的核查对照

保密是真实存在的商业约定，"没披露"本身不等于"没生意"。这话我认。

但反过来也成立：一句"不能说"，撑不起 410% 的市值。价格里被计入的，是一个已经坐实的大客户订单；而公开披露能支持的，只到"有传闻、加一句无可奉告"。中间这段差，就是想象力的部分。

有些敞口，是白纸黑字，只是没人翻

不是所有名字都只剩想象力。有些公司的敞口，本身就写在公开信息里。

中际旭创的年报：境外收入占比 **90.58%**，前五大客户合计 **75.98%**，第一大客户一家就占 **24.06%**。

这几个数不预测涨跌，它们只说一件事——这家公司的命，高度系在少数几个海外大客户身上。集中度是把双刃，客户扩产它跟着飞，客户砍单它第一个疼。你要不要为这样的结构付溢价，是另一回事；但至少，这是可读、可查、写在年报里的敞口，而不是一张检索不到的供货截图。

想象力和敞口结构，差别就在这里：一个查无实据，一个白纸黑字。

再看一次可复现的误读

多家自媒体在转一张 IDC 的市场份额饼图时，整体错位了一位——把本该归入"其他"的 **21.70%**，安到了某家国产厂商头上。那家厂商的真实份额是 **13.48%**。错位一格，凭空虚增了

61%。

我不需要去论证"自媒体数据不可信"这种大话。把饼图和原始报告的图例对齐一遍，错位当场现形——一次能被你亲手重做的误读，就够了。

三步，你自己就能查

跟着 AI 涨的中国公司，到底有几个能在披露里找到订单，这件事不用等别人给答案。三步：

第一步，去买方或供应商的官网做全文检索。 英伟达、甲骨文、MGX 的公开页面，Ctrl+F 输入公司中英文名。查得到，是一条线索；查不到，至少说明这层关系没摆到台面上。

第二步，去交易所公告和投资者互动平台，看有没有官方确认。 传闻，和公司自己白纸黑字承认，是两码事。董秘一句"无法披露"，不能当成"已经确认"来买。

第三步，把市值涨幅和最近一期净利润摆在一起看。 英维克那组——市值 +410%、一季度净利润 -81.97%——放进同一张表，故事讲不讲得通，一眼就知道。

这三步，没有一步需要你懂产业链、读得通财报附注、或者认识某个董秘。它只要你把"听说"和"披露"分开放。

算力这轮浪，真金白银的订单当然存在，甲骨文的 capex、OpenAI 的扩张都是实打实的。只是它落到哪家中国公司头上、金额多大、从哪个季度开始，这些答案不在情绪里，在披露里。

下次再看到一只"英伟达概念股"冲涨停，先别急着算它能涨到哪。先问一句：它的名字，能在买方的官网和自己的公告里，同时被你找到吗？

文/0pm.AI

风险提示：本文仅为公开信息核查方法示范，不构成任何投资建议；文中所涉公司仅作核查案例，非推荐标的。历史数据不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

来源：第一财经（2026-04-23，记者 杨佼、魏中原）、新浪财经具名报道、DIGITIMES（2025-09-23）、相关公司年报及投资者互动平台公开披露。

甲骨文在中国：云上第 10，金融核心第 1

新战场已经出局，老本行的堡垒还在——同一家公司的两副面孔

在中国的公有云市场上，甲骨文排第 10。

这是榜单上最后一个还挂着名字的位置——再往下就是"其他"。连金山云，都排在它前面。

可把镜头挪到另一个市场，同一家公司，是第 1。

金融行业集中式事务型数据库，甲骨文占 **30.60%**，是第二名达梦（13.48%）的 **2.3 倍**。

同一家公司，两副面孔。

云是新战场，它已经出局

云是新战场。这里的甲骨文，是个末位玩家。

金融核心的事务型数据库，是它三十年的老本行。这里的甲骨文，还坐在第一排。

一个词能解释这道裂缝：替换成本。

跑批、清算、对账——一家银行最不能出错的那套核心账本，多年前就架在甲骨文的库上。换掉它，不是换个软件那么简单，更像给一架正在飞的飞机换发动机：不是不能换，是每一步都要停机、灰度、回滚，赌不起。

所以新战场它挤不进去，老堡垒别人也一时攻不下。

但这份第一，含金量要看清楚。金融行业集中式事务型这个细分市场，整个盘子只有 **11.6 亿元人民币**。甲骨文守住的，是一块窄、但极硬的高地——不是整个中国数据库市场。

口径不同，排名就不同

正因为口径窄，市场上流传的一个说法站不住："甲骨文已经跌出中国关系型数据库前五。"

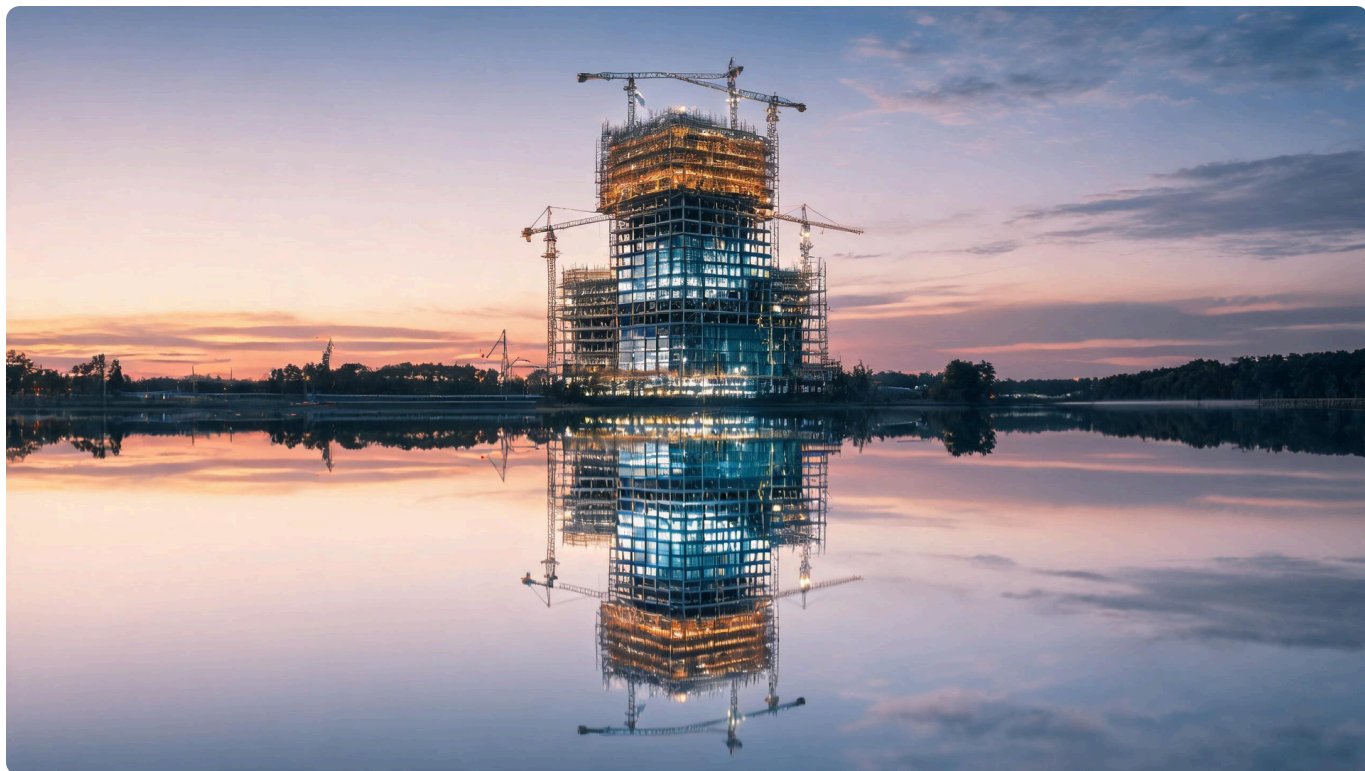
这个说法不成立。

IDC 的本地部署关系型数据库市场图里，甲骨文排第 **2**，仅次于华为。

第 10、第 2、第 1，三个排名，来自三个不同的市场边界：公有云、本地部署 RDBMS、金融核心事务型。引一个份额，就得带上它是哪张榜——不然怎么排都能吵起来。

真正在动的，是替换的节奏。达梦、OceanBase、openGauss 这些国产库，这几年从外围系统往核心系统一层层啃。外围先换、增量系统先上国产、核心账本最后碰。

甲骨文的第一，是存量的第一。存量替换是以年计的工程，不是一纸公告就能完成的迁移。它的堡垒还在，护城河在被一米一米填。



水面倒影中形态不同的两座塔式机房

把身家押在借来的钱上

把视线抬高，会看到更值得琢磨的一层。

甲骨文在中国云上退场，可在全球，它正把自己整个押在 AI 基建上。

2026 财年，甲骨文资本开支 **557 亿美元**，经营现金流 **320 亿美元**——资本开支是经营现金流的 **1.74 倍**（测算）。自由现金流，负 **237 亿美元**。

烧的比挣的多，缺口要靠外部融资补。

更能说明问题的，是它刹不住车的样子。2026 财年 Q3 新闻稿里白纸黑字：「2026 财年，我们预计营收 670 亿美元、资本开支 500 亿美元，与此前指引一致。」

距财年结束，只剩三个月。

结果这一年资本开支花到 **556.63 亿**——比自己三个月前咬定的数字多了 11.3%。

指引写 500，账上走 556.63。一家公司连自己最后一个季度要花多少钱都按不住，这本身就是这轮 AI 基建热度的温度计。

同一条路，两种融资结构

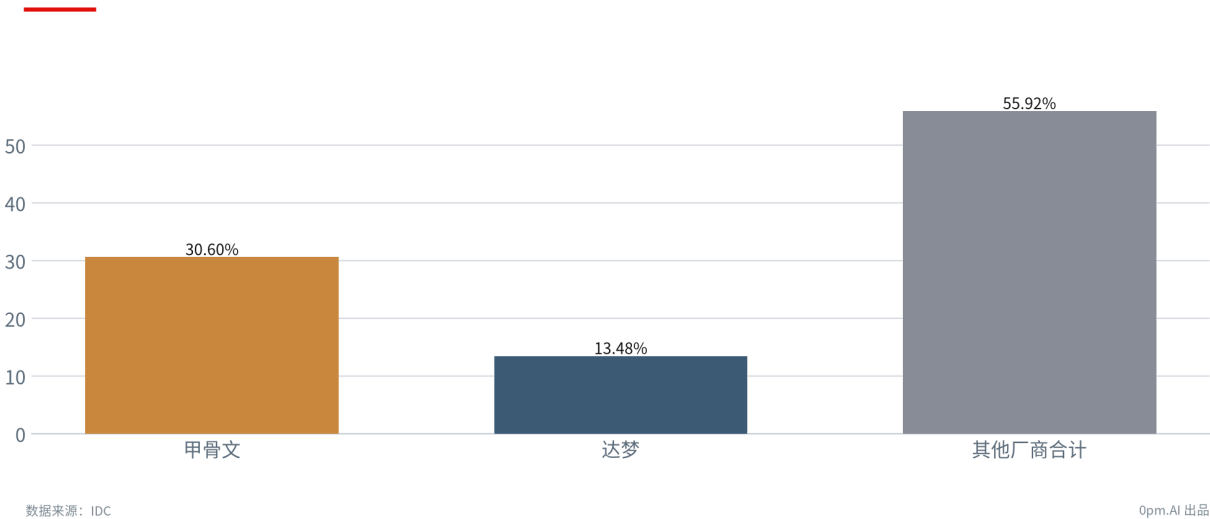
不止甲骨文。谷歌、亚马逊、微软、Meta 四家，2026 年计划合计资本开支 **7250 亿美元**，比上一年创纪录的 4100 亿再涨 77%（自然年口径，与甲骨文财年不同）。

但这几家的底子厚。截至 2026 年 3 月底的滚动一年，亚马逊资本开支约等于自己的经营现金流（101.66%，测算），Alphabet 只用掉六成出头（63.05%，测算）。烧得凶，可大体还在自己现金流的射程内。

甲骨文的 174%，是这群人里最靠外的一个。

在金融核心的最后一块堡垒里，它仍是第一

金融行业集中式事务型数据库 · 该细分市场规模约 11.6 亿元人民币 · IDC 官方图表读数



在金融行业集中式事务型这个只有 11.6 亿元的细分市场里，甲骨文仍是第一，是达梦的 2.3 倍

研究机构 Epoch AI 测算，这批超大厂经营现金流一年增约 23%、现金资本开支一年增约 70%，两条线预计在 2026 年第三季度交叉——那一刻，它们合计的自由现金流归零。这是测算，不是已发生的事实。

镜像的另一边，是中国的云厂商。

同一条 AI 基建的路，阿里云、腾讯云也在走，也在加资本开支。但这一轮扩张，主要靠经营性现金流和自有资金往里填，没有走甲骨文那种自由现金流深度为负、靠发债和表外租赁顶上去的路子。

同一场竞赛，两种融资结构。

两张脸，两种活法

甲骨文的两副面孔，照出来的不只是它一家。

一边，是守着窄堡垒、在新战场缺席、还把身家压在借来的钱上的老牌厂商；另一边，是一批在同一条路上往前挤、却把扩张架在自己现金流上的追赶者。

登顶和缺席，可以是同一家公司的两张脸。烧钱和攒钱，也可以是同一场竞赛的两种活法。

风险敞口，从来不在花了多少钱，而在这笔钱是谁的。

等这场基建的现金流大考真正到来，账上写的是自有资金还是外部负债，会是完全不同的两种答案。

风险提示：本文所涉数据与观点仅供参考，不构成任何投资建议；过往业绩不代表未来收益；投资有风险，入市需谨慎。

来源说明：中国数据库市场份额及排名引自 IDC；甲骨文财务数据引自其公司财报（SEC 8-K / 10-K）；亚马逊、微软、Alphabet、Meta 财务数据引自各公司 SEC 申报文件；超大厂现金流与资本开支交叉测算引自 Epoch AI；四大厂 2026 年资本开支计划经 CNBC 等财经媒体汇总。

文/0pm.AI

◆ Opm.AI 出品

RPO 6380 亿的另一面：capex 吃掉经营现金流 174%，自由现金流 -237 亿

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

美国证监会一手披露文件 · 标普全球评级
· 万得金融终端 · 具名财经媒体

访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。