



订单是真的，钱是借的：甲骨文把自己变成了什么

文 / Opm.AI

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。

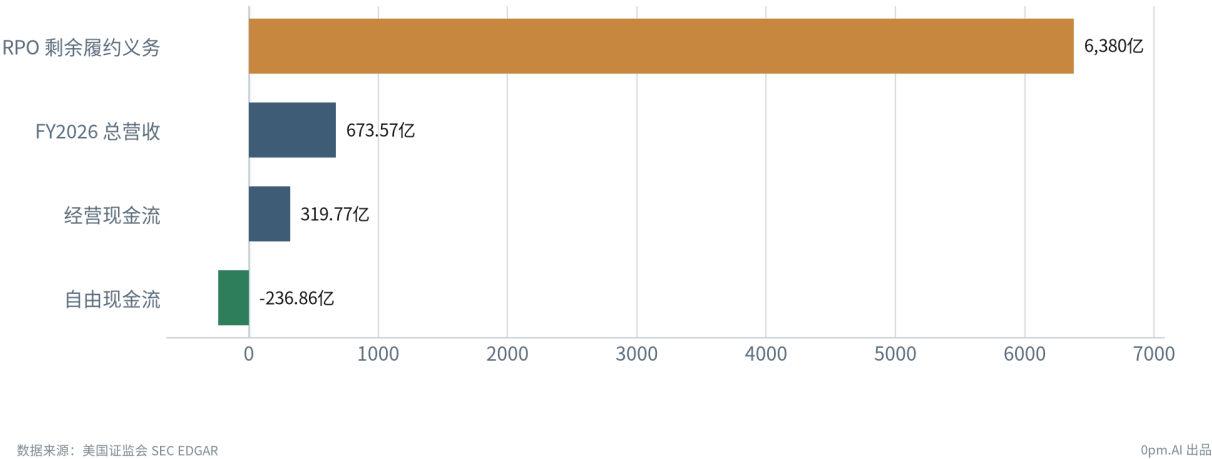
而算力不会从合同里直接长出来。

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



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。

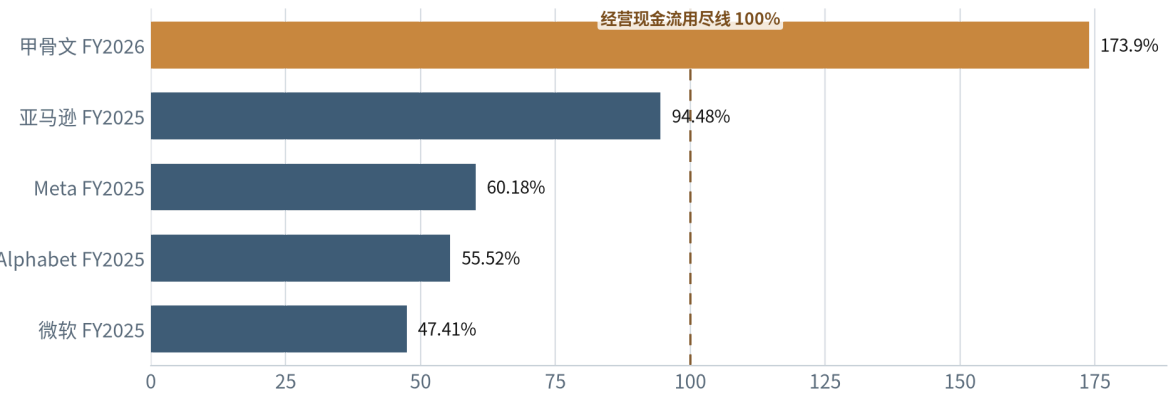
区别不在于谁花钱，而在于现有业务产生的现金，能不能覆盖这张建设清单。

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

0pm.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%**。

股权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
先借钱盖完。

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。

◆ 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。

© 2026 Opm.AI