



用 2066 年到期的债，买四年就报废的显卡

文 / Opm.AI

GPU 租赁毛利 14%，公司整体 70.6%；折旧年限两家相反

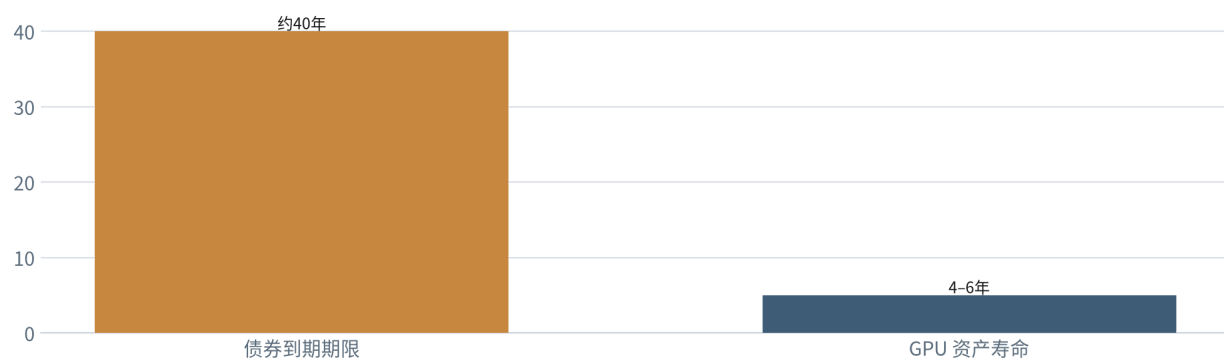
一张英伟达的显卡，进机房到被淘汰，行业里给它的寿命是四到六年。

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。

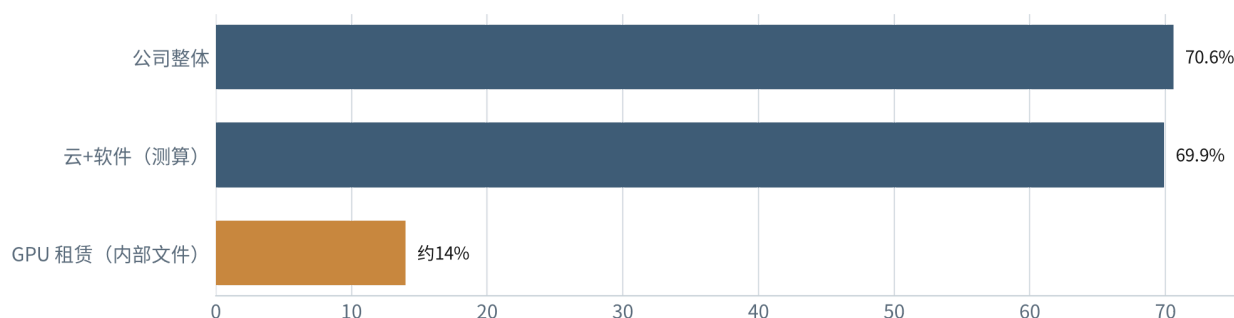
公司整体毛利率 **70.6%**。云加软件合并口径，测算下来也有约 **69.9%**。这是数据库、是授权、是每年躺着收的支持费——卖一份拷贝的边际成本近乎为零。

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。」

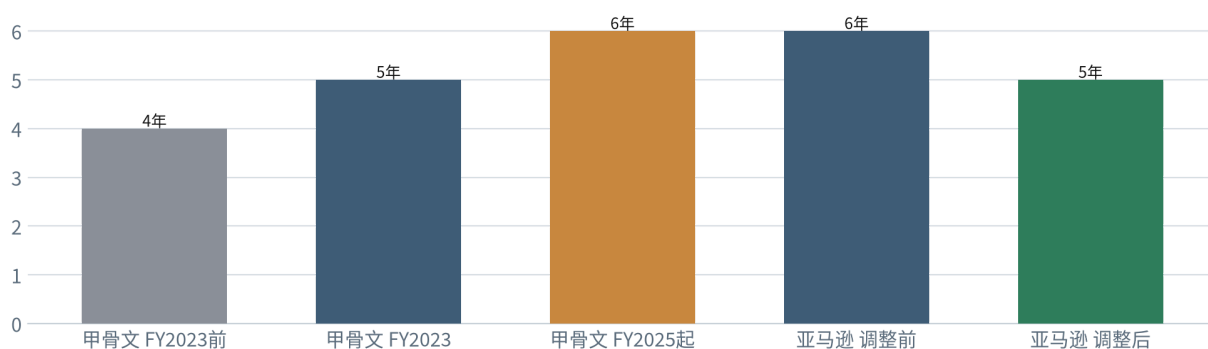
真正刺眼的对照在同行那边。

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。

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。

◆ 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