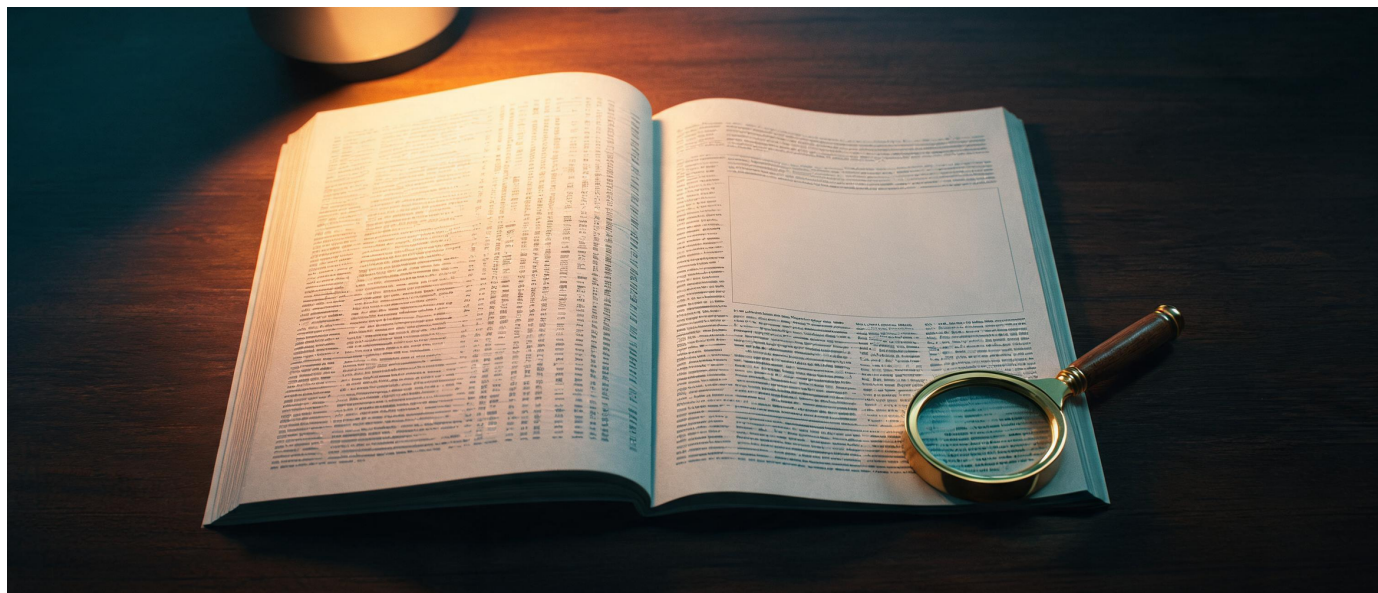




占它一半订单的客户，年报里一次都没出现

文 / Opm.AI

年报全文 52 万字符，OpenAI 与 Stargate 均出现 0 次

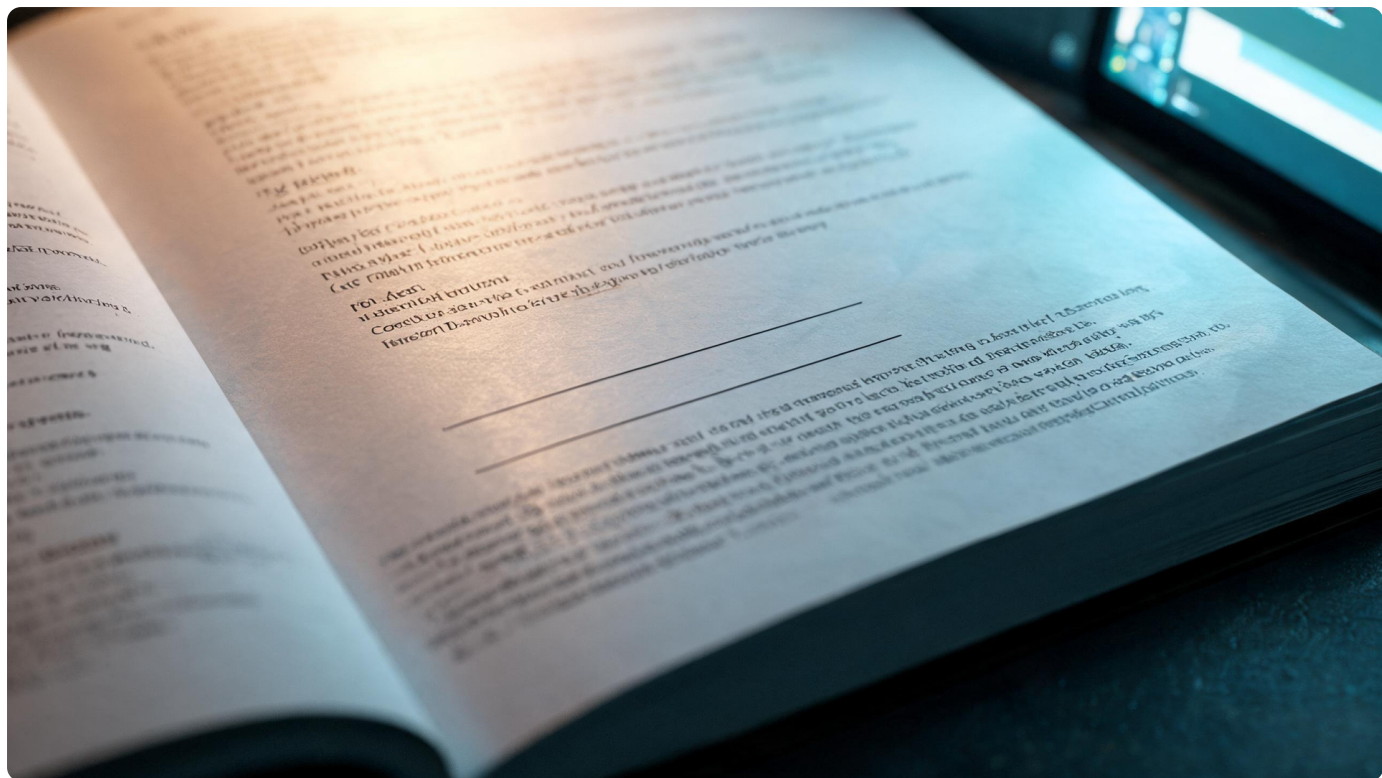
把甲骨文那份 FY2026 年度报告（10-K）整份拉下来，**52 万字符**，比一本长篇小说还厚。

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

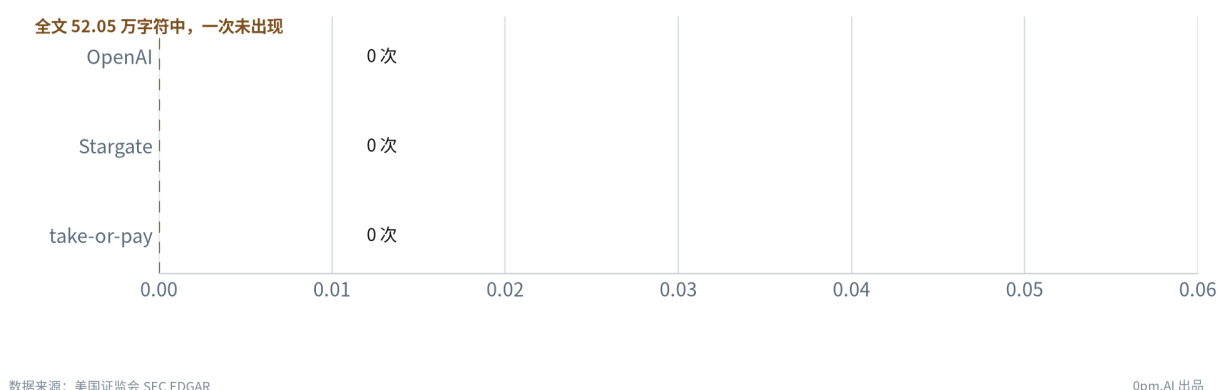
这不是疏漏。一家把最大一笔生意押在某个客户身上的公司，在自己最正式、要对 SEC 和全体股东负责的那份文件里，把这个客户的名字，一次都没写。

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。这正是要讲透的地方——它们说的根本不是同一个东西。

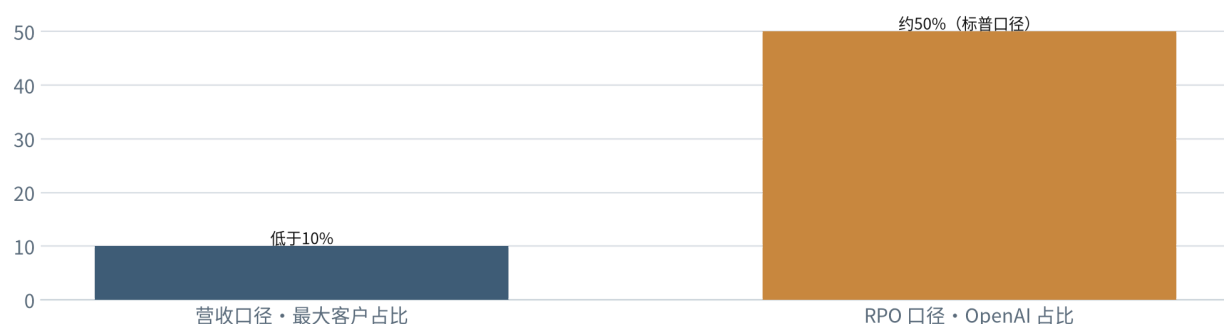
一个是**流量**，一个是**存量**。

"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。

◆ 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。