

甲骨文危机全景 2026 · 精炼总结

数据看点 + 图表 + 来源 | 数据截至 2026-07-20 | 12 篇深度解读 + 多源核验

数据看点 + 图表 + 来源 | 数据截至 2026-07-20 | 12 篇深度解读 · 全部定量取自 美国证监会 EDGAR 一手文件与 Wind

一句话主线：市场吵了十个月的“订单是不是假的”，是个被讲错的问题。订单是真的——甲骨文手里握着 6,380 亿美元的剩余履约义务。真正的问题是，把这些订单变成收入之前，它必须先把钱变成钢筋水泥；而这门生意的毛利，撑不起这个杠杆。记住三个错配，这套稿子就抓住了：
时间错配（订单五年才兑完，账单现在就付）、**质地错配**（用 70% 毛利的老本行，去养 14% 毛利的新生意）、**期限错配**（发 2066 年到期的债，买 4-6 年报废的显卡）。

三个错配 · 一张表看懂

错配	一端	另一端	结局
时间错配	剩余履约义务（RPO） 6,380 亿美元	第一年只转化 12%	收入要五年才落地，capex 现在就要花
质地错配	公司整体毛利率 70.6%	GPU 租赁约 14%	越靠近 AI，赚得越薄
期限错配	债券 2066 年到期	GPU 寿命 4-6 年	一笔债要还四十年，资产五年换一代
结果	FY2026 capex 556.63 亿	经营现金流 319.77 亿	capex 吃掉现金流 174%，自由现金流 -236.86 亿
补法	账面有息负债 1,295.41 亿	表外租赁承诺 2,600 亿	缺口靠借，而表外是表内的两倍
定价	空头仅占流通股 1.46%	信用违约互换（CDS）创历史新高约 198bp	看空的钱在信用市场，不在股票市场

十二篇要点

1. **账面 vs 现金** | 订单是真的，现金也是真的——真的在流出。FY2026 capex 是经营现金流的 **173.9%**，自由现金流从 FY2024 的 +118.07 亿翻成 **-236.86 亿美元**。分野不在烧钱多少：亚马逊 TTM 也到 101.66%，但它 FCF 仍为正。

2. **现金牛断奶** | 老本行不是见顶，是转负。软件收入 246.90→247.24→**245.41 亿美元**，三年累计 -0.6%；软件支持这条年金线在 FY2026 Q4 单季首次同比 **-0.4%**。
3. **利润的填法** | 毛利率在掉 (78.8%→69.9%，测算)，营业利润率却从 30% 升到 32%。差额靠裁员填平：总人数降 13% 至 14.1 万，**销售与市场 -19.4%、研发 -14%**。
4. **订单的真身** | 10-K 的五年转化表写得清清楚楚：**12% / 34% / 34% / 其余约 20%**。RPO 不是收入，更不是现金收款。
5. **订单的成色** | 6,380 亿里有 **750 亿** 是客户预付 GPU 款与客户自供硬件，并非传统软件订阅承诺。
6. **钱去哪了** | capex 三年 **8.1 倍** (68.66→212.15→556.63 亿)。在建工程 **399.73 亿占毛 PP&E 的 32.6%**，**尚未计提折旧**——真正的成本还没进利润表。
7. **表外的杠杆** | 尚未起租的租赁承诺一年从 434 亿涨到 **2,600 亿美元** (5.99 倍)，是账面有息负债的 **2.0 倍**；最陡一跳在 FY26Q2 单季 **+1,482 亿**。
8. **做空的战场** | 空头只占流通股 **1.46%**，5 年期 CDS 却在 2026-07-17 创历史新高约 **198 个基点**。华尔街对赌 AI 泡沫，买的是信用保护。
9. **信用的路径** | 标普 2026-07-09 降至 **BBB-** (距垃圾级一档)，把 2,600 亿表外租赁计入调整后债务；穆迪 2025-07-28 转负面。
10. **匿名的甲方** | FY2026 10-K 全文约 52.05 万字符，「OpenAI」「Stargate」「take-or-pay」出现次数**均为 0**。而 10-K 同时写着"无单一客户占总营收 10% 以上"——与标普"约占 RPO 一半"不矛盾，前者是营收流量、后者是 RPO 存量。
11. **同数不同解** | 多空引用同一个 6,380 亿：Guggenheim 目标价 400，摩根士丹利 207。而跌去六成后，它 PE(TTM) **21.45x** 是五家里最低——可读作错杀，也可读作市场已不再按成长股给它定价。
12. **触发点在哪** | 本金 **69.4% 到期在 FY2032 之后**、FY2027 仅到期 72 亿——危机不在"还不上"，在"必须继续借"。而四个月里同一发行人 30 年期利差已从 125bp 走到 180bp。

六个杀手数字

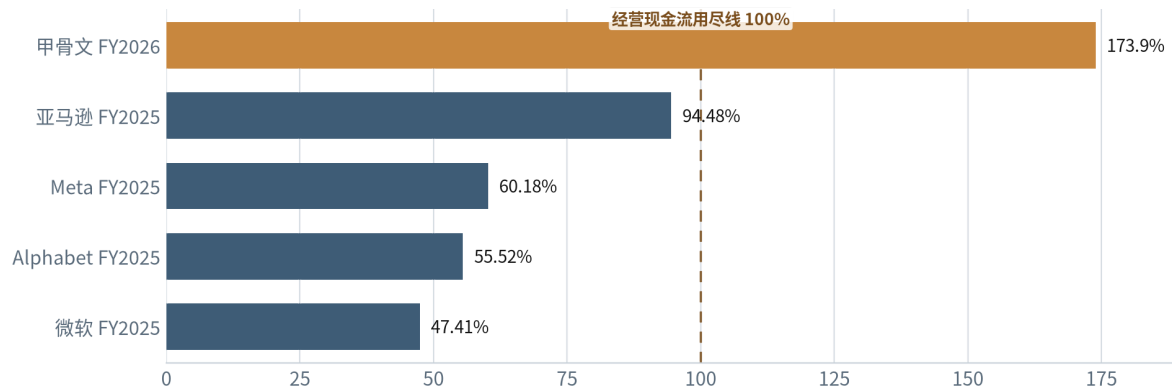
- **173.9%** — FY2026 资本开支占经营现金流的比例。超过 100% 意味着这一年赚的钱已经不够扩张用了。
- **-236.86 亿美元** — FY2026 自由现金流。两年前这个数字是 +118.07 亿。
- **2,600 亿美元** — 表外尚未起租的租赁承诺，一年增长 5.99 倍，是账面有息负债的两倍。

- **14%** — GPU 租赁业务毛利率（媒体获得的内部文件口径，非公司披露）。同期公司整体 70.6%。
- **0 次** — 「OpenAI」在 FY2026 年报 52.05 万字符全文中出现的次数。
- **1.46% vs 历史新高** — 空头持仓占流通股的比例，与同期 5 年期 CDS 的位置。看空的钱不在股票市场。

关键图表（选六张）

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）



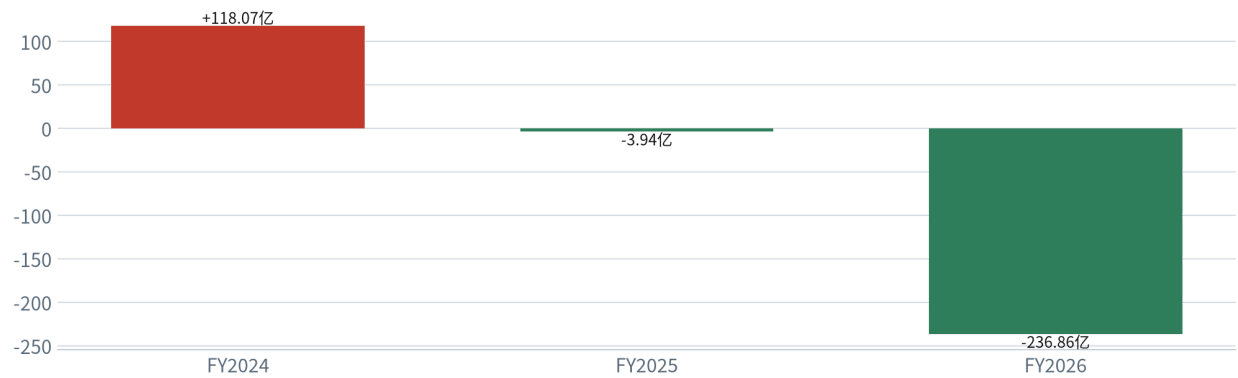
数据来源：SEC EDGAR

Opm.AI 出品

只有甲骨文，把经营现金流烧穿了

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



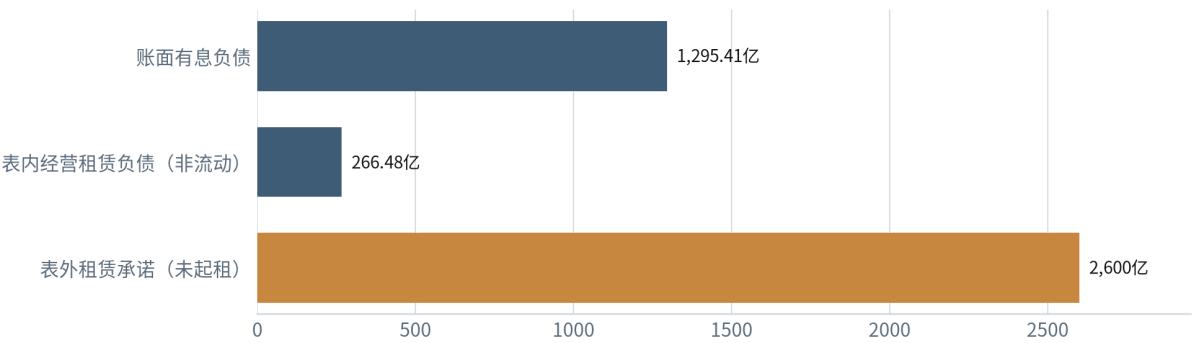
数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

两年时间，自由现金流从 +118 亿翻到 -237 亿

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



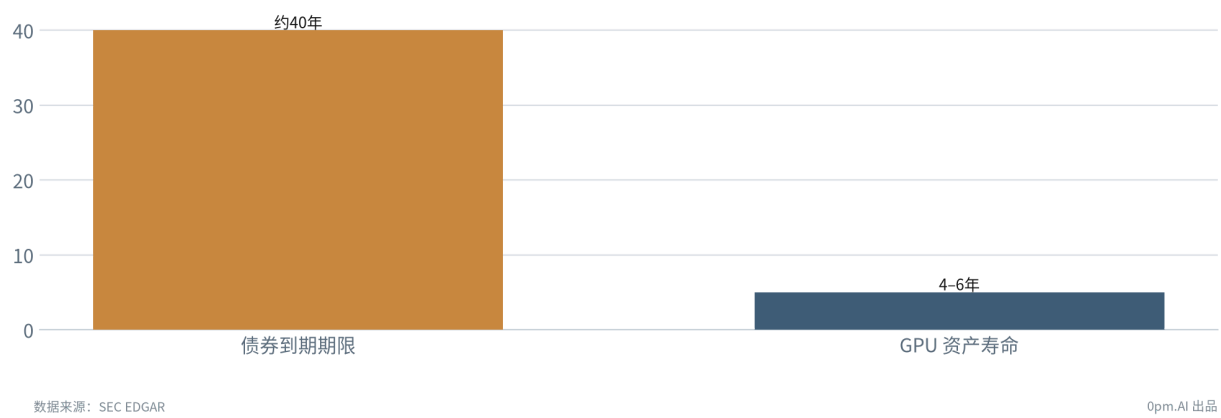
数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

报表上看到的，只是全部义务的一小半

债要还四十年，买来的东西五年换一代

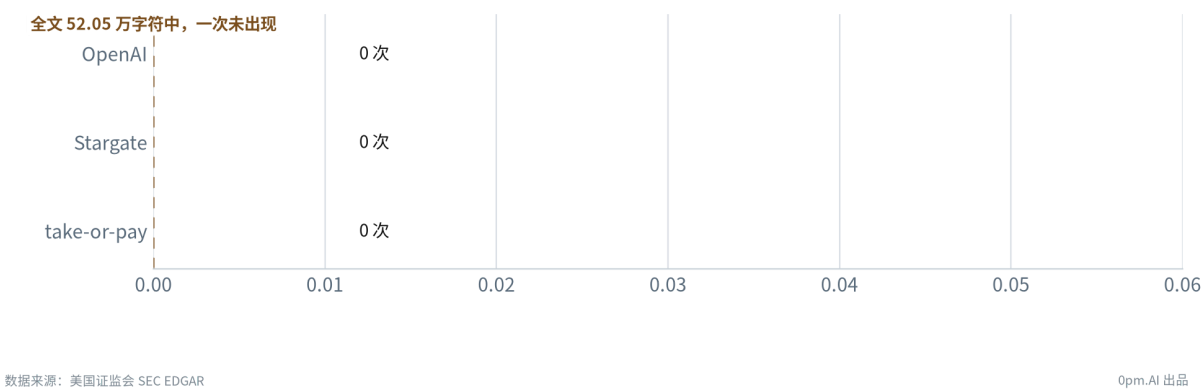
甲骨文已发行 2066 年到期债券；服务器折旧年限 6 年、GPU 实际代际更替约 4-6 年



债要还四十年，买来的东西五年换一代

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



三个最该出现的词，出现次数都是零

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

一步一步，走到垃圾级门口

口径红线（引用前必读）

1. **RPO ≠ 收入 ≠ 现金收款**——三个口径绝不混用，一句结论只能用一种。本题头号陷阱。
2. **甲骨文财年（FY）为 6 月起至次年 5 月止**，与自然年不同，凡年份均标 FY。
3. **收入分部口径自 FY2026 变更**：旧口径「云服务与授权支持 440 亿」与新口径「云 245 亿」不可混用、不可做同比。
4. **「3,000 亿美元五年合约」**出自《华尔街日报》等具名媒体报道，甲骨文从未在任何 SEC 文件确认；官方仅以 8-K 披露"自 2027 年起年收入超 300 亿美元的匿名合约"。且 **3,000 亿与 6,380 亿口径不同，不可相除得占比**。
5. **毛利率三层不可相减**：公司整体 70.6%（10-K） / 云+软件 69.9%（本社测算） / GPU 租赁约 14%（媒体获得的内部文件、非公司披露）。
6. **表内债务与评级机构调整后债务不可并列**：财报口径自算净债务/EBITDA 约 2.92x，评级机构调整后 >4x，两套口径互不可比。
7. **股价跌幅须同口径**：自 2025-09-10 峰值算，收盘口径 **-61.50%**、盘中口径 -64.86%；流传的 -63% 为混口径值，不采用。
8. **Stargate 项目总规模 ≠ 甲骨文资本开支**：前者为多方合资跨多年，不可与甲骨文单财年 capex 并列或相加。

9. **折旧年限变更属合法会计估计变更**，已在 10-K 充分披露；本文只呈现"甲骨文延长至 6 年、亚马逊反向缩短至 5 年"的事实对比，不作任何违规定性。
10. **做空方测算须标立场**：相关折旧敏感性测算出自持有看跌期权的做空方，属立场性观点，本社不采纳其"欺诈"定性。
11. **中国数据库份额须带完整定语**：「**金融行业集中式事务型**数据库第一（30.60%）」——该细分市场规仅约 11.6 亿元人民币，省略定语即夸大。
12. **货币单位**：全文金额除特别注明外均为美元；涉中国市场数据为人民币，不做隐含汇率换算。

数据来源

美国证监会 SEC EDGAR (Oracle FY2026 Form 10-K、10-Q、8-K、债券定价条款表 FWP；微软 / 亚马逊 / Alphabet / Meta 各自 10-K 与 10-Q) · Oracle 投资者关系与财报新闻稿 · 标普全球评级 · 穆迪 · Wind 金融终端 (行情与估值，同口径同时点 2026-07-17) · 路透社 · CNBC · 《华尔街日报》· The Information · IDC · Synergy Research · 第一财经。

完整逐条溯源见任务内《来源台账》(364 条记录，12 个采集源文件)。

Opm.AI 出品

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。