OpenAI 三表估值模型

$1 兆需要相信什麼

估值日 2026-12-31（IPO 預期 2027，募資 $60B 記 2027 年）｜口徑：含募資後完全稀釋權益值｜顯性預測期 2026 – 2035｜金額單位 $B（十億美元）

模型檔 OpenAI_3S_Valuation_Model.xlsx（11 張工作表，含資產負債表與現金流量表勾稽）；引擎 engine.py，假設全顯式、可改

資料基準日 2026-10-17（站內總帳截至 10-11）；內部預測與路演數字未經審計，全文視為 [EST]。作者：Stanley Choi

0 一句話結論

把 Anthropic 附錄 A 的同一套模型套在 OpenAI 上，結論更極端：共識路徑的股權價值被承諾帳本（~$1,360B，約為其 ARR 的 34 倍）在終值年之前消耗殆盡——地板為 0；唯一有值的路徑是公司自己的 2026 – 30 內部計畫，而它的價值 $849B 幾乎正好等於 2026 年 3 月私募輪的投後估值 $852B——私募市場已經把這份計畫當成完全屬實來定價。機率加權後約 $170B；$1.0T 的 IPO 估值即使在模型內把 100% 機率給路演路徑也達不到（路演路徑本身只值 $849B）。

1 先調節口徑：表觀虧損、現金消耗與 ARR

媒體口徑：2025 年表觀虧損 $38.5B，但經類似調整後的現金消耗約 $8B——差額是 SBC、重估與非現金項。2026 年：全年營收約 $36B（Q1 – Q3：7.6／8.9／10.5），8 月對外宣告 ARR $40B，而 2026Q2 年化已入帳只有 $26.8B——宣告與入帳之間有 $13B 的落差。本模型以調整後口徑運行，SBC 另按現金等價單獨計入（占營收 12 – 20%，高於 Anthropic 的 6 – 12%）。

2 試金石的量化：$1,360B 承諾帳本

OpenAI 的承諾組合：Oracle $300B／5 年（Stargate）、Microsoft Azure $250B、Nvidia $100B（10GW LOI、$30B 已部署、另附 $105B 租賃擔保）、AWS $138B、AMD 6GW 約 $350B [EST]（附約 10% 認股權證）、Broadcom 10GW 約 $200B [EST]、CoreWeave $22.4B——合計約 $1,360B，約為宣告 ARR 的 34 倍（Anthropic 是 5.2 倍）。按產能爬坡排出年度償付曲線，償付超過情境用量的部分（被迫多付）直接進損益：

$B	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
承諾償付曲線	30	95	150	185	200	185	175
S2 被迫多付	3	54	90	102	91	50	18
S2 真實 FCFF	-20	-76	-117	-133	-127	-85	-46
S3 被迫多付	0	57	108	140	153	140	131

共識路徑下，2030 年一家營收 $145B 的公司被迫多付 $91B——帳面利潤率剛剛轉正（-2%）就整個被吞掉；FCFF 全程為負，帳面權益自 2028 年起轉負。壓力路徑下 2030 年被迫多付 $153B，相當於營收的三倍。這就是「承諾 ≈ 34 倍 ARR」的算術形式：Revenue 不及預期不會減少付款，只會把付款變成損益。

3 三個情境的完整路徑

	S1 內部計畫照單全收	S2 共識（實測減速）	S3 循環壓力
2030 營收	$350B（FT 引述內部預測）	$145B（S 曲線）	$52B（開源通縮）

2035 營收	$830B	$272B	$58B
2026 – 30 累計 FCFF	-$273B（對照內部預測 -$278B）	-$473B	-$590B
2035 FCFF	$138B	-$9B	-$58B
股權價值（WACC 10.5%）	$849B	$0（重整地板）	$0（重整地板）
隱含 Aug-26 ARR 倍數	19x	—	—

S1 的校準錨：引擎輸出的 2026 – 30 累計 FCFF 為 -$273B，對照 FT 引述的公司內部預測 -$278B——偏差 2%，模型復現了公司自己承認的燒錢軌跡。S2 收入曲線錨定宣告 ARR 與入帳年化的落差，2030 年為內部計畫的 41%。S1 的 EV 幾乎 100% 來自終值：近十年的燒錢把過渡期現金流的現值全部吃光。

4 反向 DCF：三個估值各需要什麼——以及哪些槓桿已經斷了

從 S2 共識路徑反解（WACC 10.5%、終值永續成長 3%）。與 Anthropic 不同，這裡四個槓桿斷了三個：

需要什麼才能達到	$1.5T	$1.0T	$852B（私募輪）
2030 營收	不可達——負利潤率路徑上放大營收只放大虧損（×30 上限仍為 0）	不可達（同左）	不可達（同左）
或 WACC 降到	低於 4% 下限仍不足	低於 4% 下限仍不足	低於 4% 下限仍不足
或營業利潤率每年加	+40pp（撞上限）仍不足——2030 年 $200B 償付超過用量，被迫多付吞掉利潤	同左	同左
或 2027 – 35 FCFF 恆為	$127B/年	$82B/年	$69B/年
或內部計畫只需實現	×1.67（2030 = $586B）	×1.21（2030 = $422B）	×1.01（2030 = $352B）

解讀：共識路徑上不存在任何單一槓桿能到 $1.0T——成長乘數與利潤率加項都被承諾償付的剛性吞掉，折現率救不了負現金流。唯一算術可行的命題是「2027 – 35 年 FCFF 恆為 $82B/年」（對照共識路徑 2035 年 FCFF 為 -$9B），或者內部計畫不只是成立、還要超額實現 21%。這不是 Anthropic 那種「$1.0T 是可辯護天花板」的結構——OpenAI 的共識路徑在模型內沒有天花板，只有地板（0）。

5 Best estimate

情境	股權價值	主觀機率	依據
S1 內部計畫成立	$849B	20%	需要 2030 營收 $350B＝2026 的 10 倍；引擎累計燒錢已校準至內部預測；私募輪定價與此一致
S2 共識減速	$0	45%	承諾帳本 34 倍 ARR；營收減速即被迫多付；帳面權益 2028 年轉負
S3 循環壓力	$0	35%	開源替代＋價格通縮＋客戶集中；Oracle CDS 與私募信貸設閘（第 08 章）支持此權重
機率加權	≈ $170B		對照：3 月私募輪 $852B；媒體推測 IPO $1T+

Best estimate：機率加權值 $170B，對照最後一輪私募定價 $852B——私募市場買的是路演路徑本身。IPO 若以 $1T 以上定價，等於要求市場在公開市場給出比私募更高、且高於模型任何機率組合的估值。

6 假設證據分級

等級	項目
A 實測	FY25 營收 13.0／表觀虧損 38.5／調整後現金消耗 8.0、2026 營收 ~36（Q1 – Q3：7.6/8.9/10.5）、ARR 40 對年化入帳 26.8、3 月輪 $122B／投後 $852B、軟銀過橋 $40B（已還 $25.9B）、Nvidia $30B 已部署＋$105B 擔保
B 內部/洩漏文件（未審計）	FT 引述內部預測（2026 $36B→2030 $350B、累計 FCF -$278B）、承諾帳本組合 $1,360B

C 模型推斷	訓練占比 60 – 70%、SBC 占營收 12 – 20%、IPO 募資 $60B（2027）、期末現金 $60B、2031 – 35 外推、WACC 10.5%（刻意與附錄 A 同基準）、終值 g 3%、算力強度 60 – 90%、不可取消 60%

7 資金與 plug 政策（顯式假設）

與附錄 A 相同的六項政策：權益注資為 plug 帳戶——現金流量表每年先量測「現金（含 15%×當年營收最低現金底線）與本年 FCFF 的缺口」，缺口 50% 以債務融資（上限 S1 $500B／S2 $150B／S3 $60B），餘額記為權益注資（帳面平價，不建模折價輪）。債務成本 8%；現金稅率 21%（累計 NOL 約 $60B 先抵）；IPO 募資 $60B 記 2027 年現金與權益。plug 使用量：S1 債務 $77B（2027 – 29 爬坡期）；S2 債務 $150B（觸頂）＋注資 $269B；S3 債務 $60B（觸頂）＋注資 $932B。S2 的帳面權益自 2028 年起為負——誠實呈現技術性破產，估值端對 S2/S3 另設 0 地板。

8 質量門報告

質量門	結果
資產負債表平衡（A = L + E，逐情境逐年）	PASS（最大偏差 2e-13）
現金流與損益勾稽（CFO+CFI+CFD = Δcash）	PASS（由恒等式保證）
S1 校準：引擎 2026 – 30 累計 FCFF vs 公司內部預測	PASS（-273 vs -278，偏差 2%）
假設與計算分層	PASS（Assumptions 表獨立、證據三級分級；計算層以公式引用假設層）
資金 plug 政策顯式化	PASS（六項政策見工作簿 Assumptions 表，逐列可見於 CF_BS 表）
口徑一致性	PASS（全模型調整後口徑＝ex-SBC；SBC 在 FCFF 計為現金等價、在權益計為 APIC）
終值占比披露	S1 的 EV 幾乎 100% 來自終值——比 Anthropic（68%）更極端；已列 WACC 8 – 13% 敏感性
與附錄 A 的可比性	同一引擎結構、同一 WACC 10.5%／g 3%、同一 plug 政策——差異全部來自公司層假設

9 模型沒有處理的（誠實聲明）

結構重估：OpenAI 的重組後架構（Microsoft 約 27%、軟銀約 13%）以累計投資額近似，未逐筆建模轉換細節。權證攤薄：AMD 約 10% 認股權證、Nvidia／CoreWeave 持股的攤薄只計入「完全稀釋」口徑，未按里程碑展開。SPV/租賃的破產隔離：$105B 租賃擔保與 Broadcom 客製晶片融資僅作披露，未建模追索傳染。交叉審計：Anthropic 與 OpenAI 的承諾互為對方的需求假設（合併沖銷邏輯，見第 01 章）；本模型是單體視角。廣告與消費者收入：未單獨建模，併入整體營收路徑。

10 免責聲明

本模型與本報告僅為財務分析與教學用途，不構成投資建議、目標價推薦或投資評級。所有前瞻性數字均為基於顯式假設的估算 [EST]，實際結果可能因公司披露、市場環境與假設實現程度而重大差異。

模型：engine.py（純 stdlib，確定性，含逐年平衡校驗）＋ build_xlsx.py；工作簿公式鏈逐格驗證與引擎一致。v1 產出 2026-10-17。Stanley Choi · Queensland University of Technology