OpenAI 三表估值模型

$1 兆需要相信什么

估值日 2026-12-31（IPO 预期 2027，募资 $60B 记 2027 年）｜口径：含募资后完全稀释权益值｜显性预测期 2026 – 2035｜金额单位 $B（十亿美元）

模型档 OpenAI_3S_Valuation_Model.xlsx（11 张工作表，含资产负债表与现金流量表勾稽）；引擎 engine.py，假设全显式、可改

资料基准日 2026-10-17（站内总帐截至 10-11）；内部预测与路演数字未经审计，全文视为 [EST]。作者：Stanley Choi

0 一句话结论

把 Anthropic 附录 A 的同一套模型套在 OpenAI 上，结论更极端：共识路径的股权价值被承诺帐本（~$1,360B，约为其 ARR 的 34 倍）在终值年之前消耗殆尽——地板为 0；唯一有值的路径是公司自己的 2026 – 30 内部计划，而它的价值 $849B 几乎正好等于 2026 年 3 月私募轮的投后估值 $852B——私募市场已经把这份计划当成完全属实来定价。机率加权后约 $170B；$1.0T 的 IPO 估值即使在模型内把 100% 机率给路演路径也达不到（路演路径本身只值 $849B）。

1 先调节口径：表观亏损、现金消耗与 ARR

媒体口径：2025 年表观亏损 $38.5B，但经类似调整后的现金消耗约 $8B——差额是 SBC、重估与非现金项。2026 年：全年营收约 $36B（Q1 – Q3：7.6／8.9／10.5），8 月对外宣告 ARR $40B，而 2026Q2 年化已入帐只有 $26.8B——宣告与入帐之间有 $13B 的落差。本模型以调整后口径运行，SBC 另按现金等价单独计入（占营收 12 – 20%，高于 Anthropic 的 6 – 12%）。

2 试金石的量化：$1,360B 承诺帐本

OpenAI 的承诺组合：Oracle $300B／5 年（Stargate）、Microsoft Azure $250B、Nvidia $100B（10GW LOI、$30B 已部署、另附 $105B 租赁担保）、AWS $138B、AMD 6GW 约 $350B [EST]（附约 10% 认股权证）、Broadcom 10GW 约 $200B [EST]、CoreWeave $22.4B——合计约 $1,360B，约为宣告 ARR 的 34 倍（Anthropic 是 5.2 倍）。按产能爬坡排出年度偿付曲线，偿付超过情境用量的部分（被迫多付）直接进损益：

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

共识路径下，2030 年一家营收 $145B 的公司被迫多付 $91B——帐面利润率刚刚转正（-2%）就整个被吞掉；FCFF 全程为负，帐面权益自 2028 年起转负。压力路径下 2030 年被迫多付 $153B，相当于营收的三倍。这就是「承诺 ≈ 34 倍 ARR」的算术形式：Revenue 不及预期不会减少付款，只会把付款变成损益。

3 三个情境的完整路径

	S1 内部计划照单全收	S2 共识（实测减速）	S3 循环压力
2030 营收	$350B（FT 引述内部预测）	$145B（S 曲线）	$52B（开源通缩）

2035 营收	$830B	$272B	$58B
2026 – 30 累计 FCFF	-$273B（对照内部预测 -$278B）	-$473B	-$590B
2035 FCFF	$138B	-$9B	-$58B
股权价值（WACC 10.5%）	$849B	$0（重整地板）	$0（重整地板）
隐含 Aug-26 ARR 倍数	19x	—	—

S1 的校准锚：引擎输出的 2026 – 30 累计 FCFF 为 -$273B，对照 FT 引述的公司内部预测 -$278B——偏差 2%，模型复现了公司自己承认的烧钱轨迹。S2 收入曲线锚定宣告 ARR 与入帐年化的落差，2030 年为内部计划的 41%。S1 的 EV 几乎 100% 来自终值：近十年的烧钱把过渡期现金流的现值全部吃光。

4 反向 DCF：三个估值各需要什么——以及哪些杠杆已经断了

从 S2 共识路径反解（WACC 10.5%、终值永续成长 3%）。与 Anthropic 不同，这里四个杠杆断了三个：

需要什么才能达到	$1.5T	$1.0T	$852B（私募轮）
2030 营收	不可达——负利润率路径上放大营收只放大亏损（×30 上限仍为 0）	不可达（同左）	不可达（同左）
或 WACC 降到	低于 4% 下限仍不足	低于 4% 下限仍不足	低于 4% 下限仍不足
或营业利润率每年加	+40pp（撞上限）仍不足——2030 年 $200B 偿付超过用量，被迫多付吞掉利润	同左	同左
或 2027 – 35 FCFF 恒为	$127B/年	$82B/年	$69B/年
或内部计划只需实现	×1.67（2030 = $586B）	×1.21（2030 = $422B）	×1.01（2030 = $352B）

解读：共识路径上不存在任何单一杠杆能到 $1.0T——成长乘数与利润率加项都被承诺偿付的刚性吞掉，折现率救不了负现金流。唯一算术可行的命题是「2027 – 35 年 FCFF 恒为 $82B/年」（对照共识路径 2035 年 FCFF 为 -$9B），或者内部计划不只是成立、还要超额实现 21%。这不是 Anthropic 那种「$1.0T 是可辩护天花板」的结构——OpenAI 的共识路径在模型内没有天花板，只有地板（0）。

5 Best estimate

情境	股权价值	主观机率	依据
S1 内部计划成立	$849B	20%	需要 2030 营收 $350B＝2026 的 10 倍；引擎累计烧钱已校准至内部预测；私募轮定价与此一致
S2 共识减速	$0	45%	承诺帐本 34 倍 ARR；营收减速即被迫多付；帐面权益 2028 年转负
S3 循环压力	$0	35%	开源替代＋价格通缩＋客户集中；Oracle CDS 与私募信贷设闸（第 08 章）支持此权重
机率加权	≈ $170B		对照：3 月私募轮 $852B；媒体推测 IPO $1T+

Best estimate：机率加权值 $170B，对照最后一轮私募定价 $852B——私募市场买的是路演路径本身。IPO 若以 $1T 以上定价，等于要求市场在公开市场给出比私募更高、且高于模型任何机率组合的估值。

6 假设证据分级

等级	项目
A 实测	FY25 营收 13.0／表观亏损 38.5／调整后现金消耗 8.0、2026 营收 ~36（Q1 – Q3：7.6/8.9/10.5）、ARR 40 对年化入帐 26.8、3 月轮 $122B／投后 $852B、软银过桥 $40B（已还 $25.9B）、Nvidia $30B 已部署＋$105B 担保
B 内部/泄漏文件（未审计）	FT 引述内部预测（2026 $36B→2030 $350B、累计 FCF -$278B）、承诺帐本组合 $1,360B

C 模型推断	训练占比 60 – 70%、SBC 占营收 12 – 20%、IPO 募资 $60B（2027）、期末现金 $60B、2031 – 35 外推、WACC 10.5%（刻意与附录 A 同基准）、终值 g 3%、算力强度 60 – 90%、不可取消 60%

7 资金与 plug 政策（显式假设）

与附录 A 相同的六项政策：权益注资为 plug 帐户——现金流量表每年先量测「现金（含 15%×当年营收最低现金底线）与本年 FCFF 的缺口」，缺口 50% 以债务融资（上限 S1 $500B／S2 $150B／S3 $60B），余额记为权益注资（帐面平价，不建模折价轮）。债务成本 8%；现金税率 21%（累计 NOL 约 $60B 先抵）；IPO 募资 $60B 记 2027 年现金与权益。plug 使用量：S1 债务 $77B（2027 – 29 爬坡期）；S2 债务 $150B（触顶）＋注资 $269B；S3 债务 $60B（触顶）＋注资 $932B。S2 的帐面权益自 2028 年起为负——诚实呈现技术性破产，估值端对 S2/S3 另设 0 地板。

8 质量门报告

质量门	结果
资产负债表平衡（A = L + E，逐情境逐年）	PASS（最大偏差 2e-13）
现金流与损益勾稽（CFO+CFI+CFD = Δcash）	PASS（由恒等式保证）
S1 校准：引擎 2026 – 30 累计 FCFF vs 公司内部预测	PASS（-273 vs -278，偏差 2%）
假设与计算分层	PASS（Assumptions 表独立、证据三级分级；计算层以公式引用假设层）
资金 plug 政策显式化	PASS（六项政策见工作簿 Assumptions 表，逐列可见于 CF_BS 表）
口径一致性	PASS（全模型调整后口径＝ex-SBC；SBC 在 FCFF 计为现金等价、在权益计为 APIC）
终值占比披露	S1 的 EV 几乎 100% 来自终值——比 Anthropic（68%）更极端；已列 WACC 8 – 13% 敏感性
与附录 A 的可比性	同一引擎结构、同一 WACC 10.5%／g 3%、同一 plug 政策——差异全部来自公司层假设

9 模型没有处理的（诚实声明）

结构重估：OpenAI 的重组后架构（Microsoft 约 27%、软银约 13%）以累计投资额近似，未逐笔建模转换细节。权证摊薄：AMD 约 10% 认股权证、Nvidia／CoreWeave 持股的摊薄只计入「完全稀释」口径，未按里程碑展开。SPV/租赁的破产隔离：$105B 租赁担保与 Broadcom 客制晶片融资仅作披露，未建模追索传染。交叉审计：Anthropic 与 OpenAI 的承诺互为对方的需求假设（合并冲销逻辑，见第 01 章）；本模型是单体视角。广告与消费者收入：未单独建模，并入整体营收路径。

10 免责声明

本模型与本报告仅为财务分析与教学用途，不构成投资建议、目标价推荐或投资评级。所有前瞻性数字均为基于显式假设的估算 [EST]，实际结果可能因公司披露、市场环境与假设实现程度而重大差异。

模型：engine.py（纯 stdlib，确定性，含逐年平衡校验）＋ build_xlsx.py；工作簿公式链逐格验证与引擎一致。v1 产出 2026-10-17。Stanley Choi · Queensland University of Technology