UOBKayHian | Private wealth management

财富快报

知识分享

星期五，2026 年 11 月 20 日

Anthropic 解读：剑指 AGI

陈之伊

美国策略师

财富管理

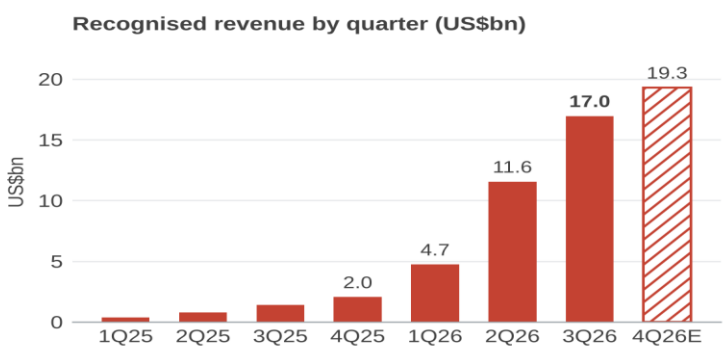
wendy.chen@uobkh.com

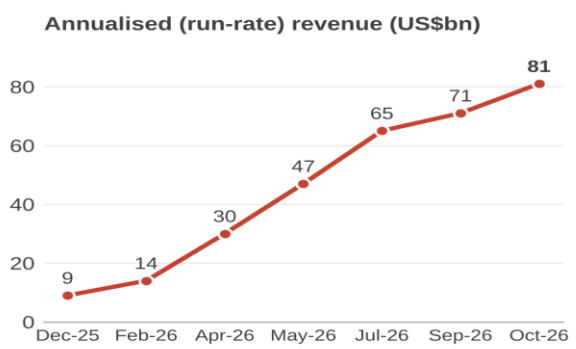
Claude 系列 AI 模型开发商 Anthropic 于 11 月 19 日在纳斯达克上市，发行价每股 83 美元。本次上市为史上最大的科技 IPO 之一。Anthropic 之所以备受市场关注，主要源于其在全球 AI 竞赛中的领先地位、营收的爆发式增长，以及庞大的未来资本开支承诺。在本篇解读中，我们将梳理 Anthropic 的商业模式、财务概况、竞争格局以及投资者需要关注的问题。本文仅作思路参考，并不构成正式投资建议。

CIO 摘要

- **领跑 AI 竞赛。**Anthropic 主力模型 Claude Fable 5.2 在 Artificial Analysis 智能指数上排名第一，得分 65 分，OpenAI 和谷歌则分别为 62 分和 61 分。在 Epoch AI 指数上，美国相对中国的领先优势扩大至约 6 至 7 个月的研发进度。Anthropic 上市凸显出**中美 AI 竞赛**（仍是我们 2027 年的五大核心预测之一）背景下，美国在前沿模型领域的领先地位。
- **强劲增长基本面。**Anthropic 的 2026 年第三季度营收为 170 亿美元，同比增长超 12 倍，截至 10 月的 2026 年化营收达 810 亿美元。2026 年前九个月经营现金流为 66 亿美元。
- **估值背景。**按照 83 美元的 IPO 发行价，Anthropic 完全摊薄估值达 1.5 万亿美元，对应~18.6 倍的 10 月年化营收。ANT 当前估值已然比肩科技巨头：其增速远高于美国科技巨头，利润率却明显较低。

智能体 AI 浪潮下，Anthropic 在 2025-2026 年走出亮眼增长曲线





资料来源：Anthropic S-1/A（2026 年 11 月）、公司公告；2026 年第四季度预期值为媒体给出的市场一致预期。

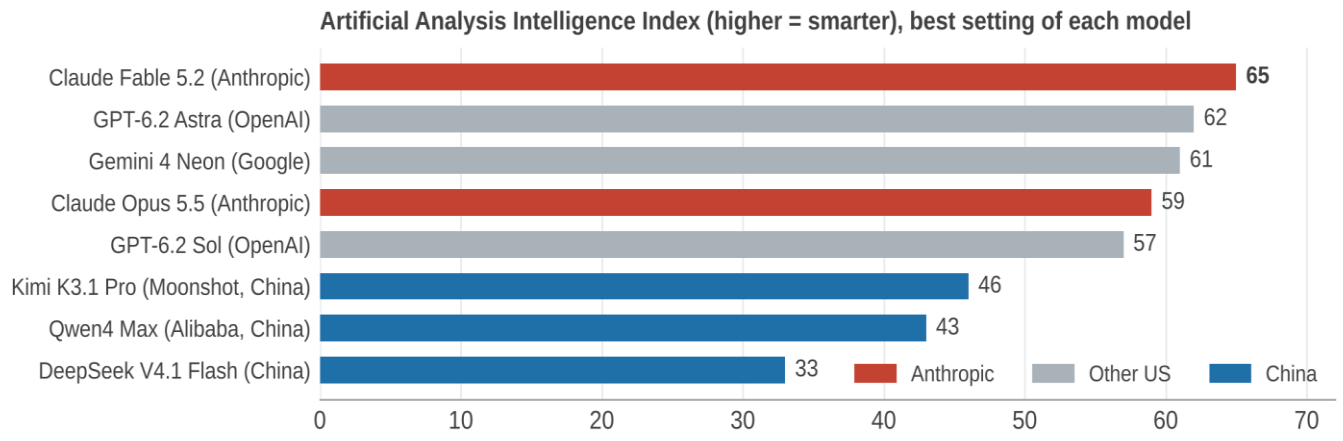
Anthropic 业务简介：公司 2021 年由前 OpenAI 研究员创立，打造了 Claude 系列 AI 模型。企业客户可通过 Anthropic 自有平台和亚马逊、谷歌、微软的云服务以及 AI 编程助手 Claude Code 等应用调用 Claude 模型。公司 79%收入为按量计费模式，其余为订阅收入。Anthropic 属于公益企业（public benefit corporation，PBC），意味着在法律层面公司必须同步考量安全使命与股东回报。

业务亮点

Anthropic 的 Claude 是当前业界评分最高的 AI 模型。11 月 9 日发布的 Fable 5.2 在 Artificial Analysis 智能指数上位列第一，得分 65 分，领先 OpenAI 的 GPT-6.2 Astra（62 分）以及谷歌的新模型 Gemini 4 Neon（61 分）。值得注意的是，模型榜单的领先地位可能快速更迭。

- Anthropic 的模型评分领先，但并非成本最低：在最高规格配置下，Fable 5.2 完成同一项测试任务的费用约为 Astra 的 6.6 倍（26.54 美元 vs 4.00 美元），耗时则为后者的 3 倍。客户或愿意为复杂编码等高难度任务支付溢价，而低价模型已足以覆盖常规任务场景下的需求。
- 每一代新版本的运行成本都在下降：Opus 5.5 完成典型任务的成本较 Opus 5 降低约 40%。这有助于提升模型渗透率，但同时意味着调用量增速必须跑赢降价幅度。截至目前，用量提升还在跑赢。

Claude 是当前同业模型中综合评分最高的 AI 模型



资料来源：Anthropic S-1/A（2026 年 11 月）、公司公告。

多家企业将 Claude 嵌入日常工作流程

- **占据企业支出最大份额。***Menlo Ventures* 调查显示，美国企业 AI 模型支出中，Anthropic 占比 55%，领先 OpenAI（31%）与谷歌（9%）。Ramp 覆盖~85,000 家美国企业的支付数据显示，10 月有 44.8%的企业采购 Anthropic 服务，而 OpenAI 的这一比例为 40.6%。

- **一旦接入，替换成本较高。**Claude 接入企业系统、数据权限与业务流程之后，客户切换供应商将产生时间与资金成本。Claude Code 是吸引大客户的核心产品，Anthropic 头部 5%客户的支出规模为普通企业用户的~20 倍。
- **零售端是薄弱环节。**Claude 月活用户~2.45 亿，而 ChatGPT 与 Gemini 的月活均超 10 亿。*Menlo Ventures* 数据显示，以中国实验室为代表的低价开源模型已承载约五分之一的企业 AI 调用量，但对应的收入仅占总支出的 4%。

剑指科技界最大桂冠：AGI

- **AGI**（通用人工智能）一般指能够以人类同等或更高水平完成绝大多数知识性工作的人工智能。目前无人知晓 AGI 何时到来，甚至无法确定其能否实现。但 Anthropic 已显现出早期信号：9 月 Claude 承担了公司超 90%的新增代码编写工作。在 IPO 申报文件中，Anthropic 提及公司“可能很快”进入 AI 大幅加速自身研发的阶段。
- **为何 AGI 如此重要?** 若 AI 能够加速 AI 自身的研发，则领跑者将进一步拉开差距。这将为 Anthropic 的估值溢价提供一定支撑。与此同时，Anthropic 安全优先的治理架构可能带来研发速度慢于竞争对手的风险，投资者需要评估这一取舍。

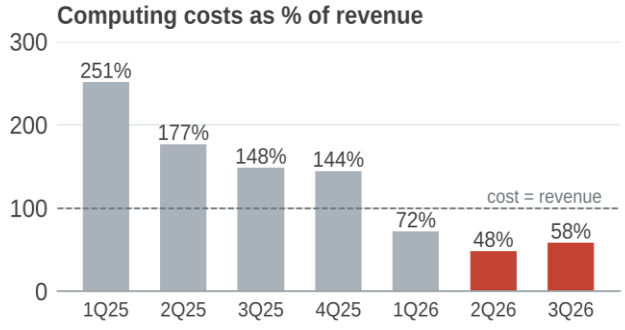
投资者需要权衡的其他问题

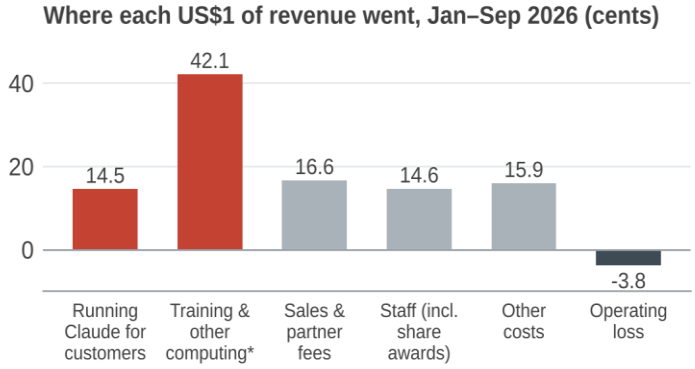
- Anthropic 的核心合作伙伴同时也是其供应商、股东与竞争对手。亚马逊（~15%）和谷歌（~14%）是前两大股东。二者在各自云平台（联合微软）上线 Claude，为 Anthropic 提供绝大部分算力，并依托自有模型与 Claude 直接竞争。包含谷歌和英伟达在内的七家供应商合计认购 260 亿美元 Anthropic IPO 股份。实质上，Anthropic 付给供应商的部分资金又以股权认购的形式回流至 Anthropic。
- 创始人团队通过特殊股份类别持有 50.1%投票权，且董事会多数席位由一家独立信托机构推选。公众股东无法否决其以安全优先为导向的决策。
- **重点关注股票供需时间点。**Anthropic 自由流通股份占比仅~7.4%。上市首日即有至多 3.15 亿股内部人士股份可出售，76 天内解禁规模可达~16 亿股，另外一批大额锁定期股份将于 2027 年 5 月中旬解禁。利好方面，ANT 预计在 12 月末纳入纳斯达克 100 指数，有望带来指数基金被动买盘。

财务概况

- **规模化阶段营收高速增长：**Anthropic 单季度营收在一年内从 14 亿美元增至 170 亿美元。2024 全年营收 3.86 亿美元，2025 全年营收 46 亿美元。2026 年前九个月营收达 332 亿美元，其中仅 2026 年第三季度营收就录得 170 亿美元。
- **算力是最大成本项：**Anthropic 毛利率为 85.5%，扣除向云合作方支付的销售分成与渠道费用后，毛利率约 69%。为满足需求，公司采购 50 亿美元短期算力资源，算力成本占营收比重从 2026 年第二季度的 48%攀升至 2026 年第三季度的 58%。叠加 20 亿美元一次性慈善配比支出，Anthropic 由 2026 年第二季度 9.74 亿美元的营业利润转为 2026 年第三季度 5.67 亿美元的营业亏损。

算力成本是压制 Anthropic 利润率的核心拖累项





资料来源：Anthropic S-1/A、大华继显。

Anthropic 财务摘要

百万美元	FY23	FY24	FY25	9M25	9M26	1Q26	2Q26	3Q26
营收	**41**	**386**	**4,585**	**2,545**	**33,242**	**4,731**	**11,555**	**16,956**
同比增速%	–	841%	1,088%	–	1,206%	–	1,368%	1,127%
算力成本	433	2,522	7,326	4,381	18,808	3,387	5,558	9,863
其他成本（人员、销售、合作伙伴、行政）*	159	844	5,319	3,388	15,694	3,011	5,023	7,660
营业利润（亏损）	**(551)**	**(2,980)**	**(8,060)**	**(5,224)**	**(1,260)**	**(1,667)**	**974**	**(567)**
经调整营业利润（亏损）**	(522)	(2,788)	(4,854)	(3,133)	4,081	~(580)	~2,200	2,463
经调整营业利润率	n.m.	n.m.	(106%)	(123%)	12%	(12%)	19%	15%
净亏损（绝大部分为非现金）	(1,531)	(8,309)	(41,965)	(25,107)	(104,039)	(14,439)	(66,309)	(23,291)

资料来源：Anthropic S-1/A（2026 年 11 月 17 日）、大华继显。

估值

IPO 定价 83 美元意味着什么？按 83 美元每股测算，Anthropic 完全摊薄估值为 1.5 万亿美元。扣除~2,320 亿美元现金（含 IPO 募资）后，Anthropic 的企业价值为~1.27 万亿美元。基于 2026 年第三季度年化营收，上市对应估值为~22.2 倍年化营收；基于 10 月年化营收，对应估值为~18.6 倍年化营收。

当前股价已计入哪些预期？大量乐观预期。ANT 的增长速度远超美国科技巨头（详见下文比较表），但其利润率远低于科技巨头 30%–50%的区间。按照~10 倍 2027 年预期营收的估值，其定价水平已经比肩美股科技巨头。

简单的 **DCF 反向推导**可得出其需要兑现的业绩体量。假设 Anthropic 最终能将 25%的营收转化为自由现金流，且市场对该自由现金流给予 28 倍估值，83 美元的 IPO 价格隐含 2030 年自由现金流需达到约 860 亿美元，对应 2030 年营收~3,400 亿美元；意味着从当前起需维持~60%的年化增速（假设投资者要求 11.5%的年化回报）。简言之，Anthropic 的投资逻辑需要营收与利润率双双兑现。

科技同业比较表（仅作思路参考）

公司	市值(十亿美元)	营收增速(3Q26 同比)	营业利润率	市值/年化营收
Anthropic (全面摊薄，83 美元)	1,505	+1,127%	–3%报告 / 15%经调整	22.2x (以 10 月营收计 18.6x)
SpaceX	~1,900	+161%	19%	~32.6x
Nvidia	~3,500	+103%	67%	~7.5x
Microsoft	~3,700	+19%	50%	~10.0x
Alphabet	~3,300	+25%	32%	~6.5x
Palantir	~370	+96%	47%	~40.0x
ServiceNow	~90	+20%	10%	~5.5x

资料来源：公司财报（英伟达数据截至 2027 财年第三季度）、彭博。

核心风险与缓冲因素

风险	公司敞口	缓冲因素
产品价格下行	OpenAI 旗舰模型标价与 Claude 持平，但单任务成本更低；谷歌可捆绑 Gemini 销售；中国开源模型价格显著更低	在代码生成与复杂任务场景具备领先优势；使用量增速远快于价格降幅

算力账单	承诺算力开支约 9,010 亿美元，另加 1,500–1,750 亿美元浮动付款；承销商预计 2027 年现金消耗 660 亿美元	公司持有 2,320 亿美元现金，外加 770 亿美元合作方授信额度；约 1,860 亿美元算力承诺可取消或附条件；毛利率 85%
客户集中度	前五大客户占约 25%营收（2026 年 1–9 月）；44%营收通过同时存在竞争关系的云合作渠道实现	前五大客户营收占比由一季度的~36%回落至三季度的~21%；产品在三大主流云平台均上架销售
政府监管行动	2026 年 6 月，受美国出口管制约束，Fable 5 与 Mythos 5 在全球范围暂停服务	服务在暂停 19 天后恢复
控制权与股份供给	创始人持有 50.1%投票权；每年新增股份~2%；仅 7.4%股份可自由交易；锁定期分批到期	信息已完整披露；预计 2026 年末纳入纳斯达克 100 指数

IMPORTANT NOTICE - DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

This report is provided subject to various disclosures and disclaimers (the "Disclosures / Disclaimers") which form an integral part of this report and are available at the following link:
https://research-api.uobkayhian.com/assets/disclaimer/b2112181-0bf2-4c07-af37-3d7129735e61
or by scanning the QR code below:

The Disclosures / Disclaimers contain important information, including without limitation, (a) exclusions of liability, (b) confidentiality obligations, (c) restrictions on publication, circulation, reproduction, distribution and use of the report, (d) potential conflicts of interest, and (e) disclosures and requirements specific to recipients in the United States and other applicable jurisdictions.

Specifically, this report is intended for general circulation and informational purposes only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation, or particular needs of any individual person. It is not intended to constitute personal investment advice or a recommendation to buy or sell any investment product or security. You should independently evaluate the information and, where necessary, seek advice from a qualified financial adviser regarding the suitability of any investment, taking into account your specific objectives, financial situation and needs, before making any investment decision. Analyst certifications required under applicable regulations, including SEC Regulation AC (where relevant), are included in this report.

Recipients of this report must carefully read, review and understand the full Disclosures / Disclaimers before using or relying on any information in this report. By accessing, receiving or using this report, you acknowledge and confirm that you have read, understood, accepted and agreed to be bound by the Disclosures / Disclaimers (as may be amended or updated from time to time) in full."