動態更新

軟體 · 美國

Anthropic

(ANT.OQ/ANT US)

精準產品定位及擴張步伐，Token 經濟學主要價值獲取者

增加持股・首次評等	
IPO 區間中值 (US$)	74
3 個月目標價 (US$)	N/A
12 個月目標價 (US$)	100
前次目標價 (US$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	35.1

焦點內容

1. Coding 領域擴張至知識工作帶動 2026-30F 營收 CAGR 53%。
2. 鞏固算力/人才資源及 RSI 賦能，利潤率擴張落在 2028 年。

重要訊息

凱基首次評等 Anthropic(ANT US)並將其納入網路及軟體研究覆蓋範圍。

評論及分析

Coding 領域擴張至知識工作帶動 2026-30F 營收 CAGR 53%。我們預估 2027/30F 年營收 US$110/293bn(vs. 市場樂觀預期 US$135/600bn+)、2027-30F 年複合成長率 39%，係考量：(1) 合理 AI 潛在市場規模 US$4tn+，AI Labs 2026 年僅獲取 2.3%價值；(2) ANT 付費轉換率 2x + 每用戶平均收入 2x = 較 OpenAI 更具經濟效益的訂閱營收；(3) Top 1%企業人均 AI 支出與 Top 10%差異 11x，Claude 由 Coding 領域擴張至知識工作帶動商業訂閱與 API 雙成長動能。與市場樂觀預期差異在於：(1)2027 反應 11M26-2M27 季節性用量/IT 預算疲軟、5-7%違規用戶封禁及 API 價格下滑/優惠措施增加；(2)2030 未完全納入 AI for Science 的潛力與營收貢獻。

鞏固算力/人才資源及 RSI 賦能，利潤率擴張落在 2028 年。我們預估 2026/27/28/30F adj. OPM 10/1/14/27%(vs. 公司長期目標 35%+)先降後升，2028 FCF 利潤率 12%，係考量：(1)已反應低階 LLM 滲透及降價趨勢，Tier 1&2 付費 Token 佔比下降 5ppts(2030 vs. 2027)、營收佔比下降 4ppts、ANT 市占率下降 13ppts、API 實收單價年複合下降 15%；(2)考量算力資源緊缺(On-demand 算力價格＆政治風險上升)、蒸餾封禁及 RSI 賦能，我們認為 LLM 非完全大眾商品化，2030 年 Tier 1&2 模型仍獲取 59%經濟價值、AI Labs 市占率 70%。惟 4Q26-1H27 SpaceXAI 高價算力短約＋自建 TPU 集群放量＋RSI 研發資源投入，拖累 1H27 利潤率由正轉負為短期逆風。

投資建議

我們給予「增加持股」評等及目標價 100 美元，係以 2027 營收 US$110bn 之 16 倍 EV/Sales(考量 2028 Rule of x 達 50%)、現金 US$132bn 及完全稀釋股數 18bn 換算。樂觀看待該司長期成長潛力與產業地位。

投資風險

企業 IT 支出動能趨緩；AI 工作負載放量不如預期；市場競爭。

主要財務數據及估值

	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F	Dec-29F	Dec-30F
營業收入 (US$百萬)	4,585	53,338	109,804	184,241	244,784	293,290
營業毛利-全部算力 (US$百萬)	(2,741)	21,079	28,983	67,306	104,280	137,917
調整後營業利益 (US$百萬)	(4,854)	5,122	664	25,123	52,105	79,638
經濟 FCF (US$百萬)	(2,768)	7,247	3,333	21,638	45,148	64,611
調整後稅後淨利 (US$百萬)	(4,455)	7,946	3,835	23,089	48,227	69,021
調整後每股盈餘 (US$)	(23.04)	0.44	0.21	1.24	2.56	3.61
營業收入成長率 (%)	1087.8	1063.3	105.9	67.8	32.9	19.8
每股盈餘成長率 (%)	324.3	(101.9)	(52.4)	493.1	105.8	41.0
毛利率-全部算力 (%)	(59.8)	39.5	26.4	36.5	42.6	47.0
調整後營業利益率 (%)	(105.9)	9.6	0.6	13.6	21.3	27.2
經濟 FCF margin (%)	(60.4)	13.6	3.0	11.7	18.4	22.0
淨負債比率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

資料來源：公司資料；凱基預估；2026F 起 EPS 為完全稀釋

個股評價

我們給予「增加持股」評等及目標價100美元，係以2027營收US$110bn之16倍EV/Sales(考量2028 Rule of x達50%)、現金US$132bn及完全稀釋股數18bn換算。

首次評等「增加持股」，目標價 US$100：較 IPO 區間中值 US$74 有 35%上漲空間

我們首次將 Anthropic 納入研究範圍。公司預計以每股 US$70-78 於 Nasdaq 掛牌（代號 ANT），區間中值 US$74 對應完全稀釋市值約 US$1.33tn。我們給予「增加持股」評等及目標價 100 美元，係以 2027 營收 US$110bn 之 16 倍 EV/Sales(考量 2028 Rule of x 達 50%)、現金 US$132bn 及完全稀釋股數 18bn 換算，隱含 35%上漲空間，樂觀看待該司長期成長潛力與產業地位。核心論點有三：(1)企業把更多知識工作交給模型執行，訂閱與用量制雙軌帶動 2027-30F 營收 CAGR 39%；(2)市佔流失與 token 降價均已反映於 Base case，考量算力資源緊缺(On-demand 算力價格&政治風險上升)、蒸餾封禁及 RSI 賦能，我們認為 LLM 非完全大眾商品化，Tier 1&2 模型仍獲取 59%經濟價值、AI Labs 市占率 70%；(3)算力成本先於營收認列，1Q27F 為利潤率低點、獲利擴張落在 2028F，短期逆風影響的是進場時點而非長期價值貶損。

三個與市場不同的判斷

我們有三個與市場看法不同的判斷，並認為該因素拖累 IPO 估值未達 9M26 樂觀氛圍下的 US$2tn 預期：

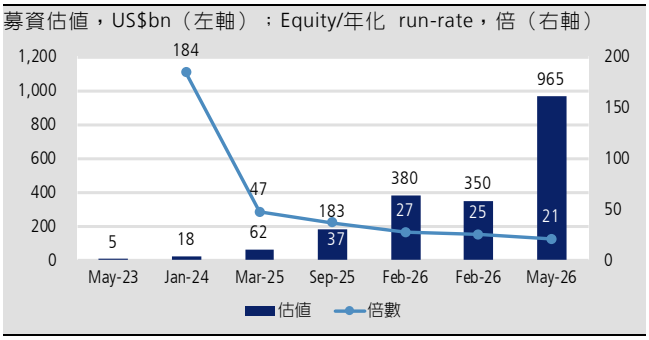
- **2H26 營收成長動能趨緩為季節性/短週期因素。**我們預估 2027 年營收 US$110bn vs. 市場樂觀預期 US$135bn+ 反應 11M26-2M27 季節性用量/IT 預算疲軟、5-7%違規用戶封禁及 API 價格下滑/優惠措施增加，我們預期 1Q27 中下半季開啓新一輪 IT 預算後 AI 應用滲透率將重啓動能。
- **1H27 算力建置成本投入鞏固長期競爭門檻。**4Q26-1H27 SpaceXAI 高價算力短約＋自建 TPU 集群放量期＋RSI 研發資源投入，拖累 1H27 利潤率由正轉負為短期逆風。考量算力資源緊缺(On-demand 算力價格&政治風險上升)，ANT 算力合約承諾達 US$901bn 應視為重要戰略資源而非承重負擔。
- **AI for Science 未完全反應在 2030 年營收預估。**我們預估 2030F 年營收 US$293bn vs. 市場樂觀預期 US$600bn+，係考量未完全納入 AI for Science 的潛力與營收貢獻。以 OpenAI 9M26 宣稱解決千禧年難題 Navier-Stokes 為例，動用 10k 並行運算的 AI Agents、耗時 88 小時及 1.3tn token 輸出，換算成本約 US$10mn+確實有上修空間。

評價交叉檢核：軟體股迴歸之 13-21 倍 EV/Sales 對應股權價值 US$1.6-2.5tn

三個參照角度。(1)私募輪：Anthropic 估值在兩年多內由 US$18.4bn 增至 US$965bn，股權價值對年化 run-rate 的倍數由 184 倍降至 21 倍；OpenAI 最新一輪估值 US$852bn，倍數由 55 倍降至 20 倍，營收成長快於估值。(2)港股中系 labs：MiniMax 與 Z.AI 上市後的前瞻 EV/Sales 由高點約 220 倍與 290 倍回落至約 12 倍與 30 倍，解禁與配售是主因。(3)美股軟體與網路股：我們以 34 檔個股的 2027F EV/Sales 對「2027-30F 營收 CAGR ＋ FCF

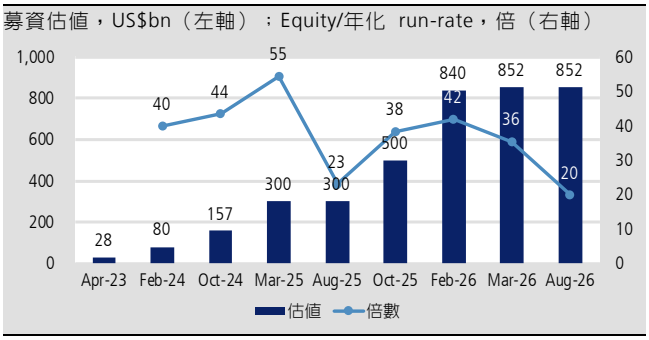
margin」作迴歸（R^2約 0.34），Anthropic 的對應值約 50%（營收 CAGR 39%加 2028F FCF margin 12%），落在迴歸線上的中性倍數約 13 倍。

圖 1: Anthropic 估值 2 年放大 52 倍，倍數 184x → 21x



資料來源：凱基整理

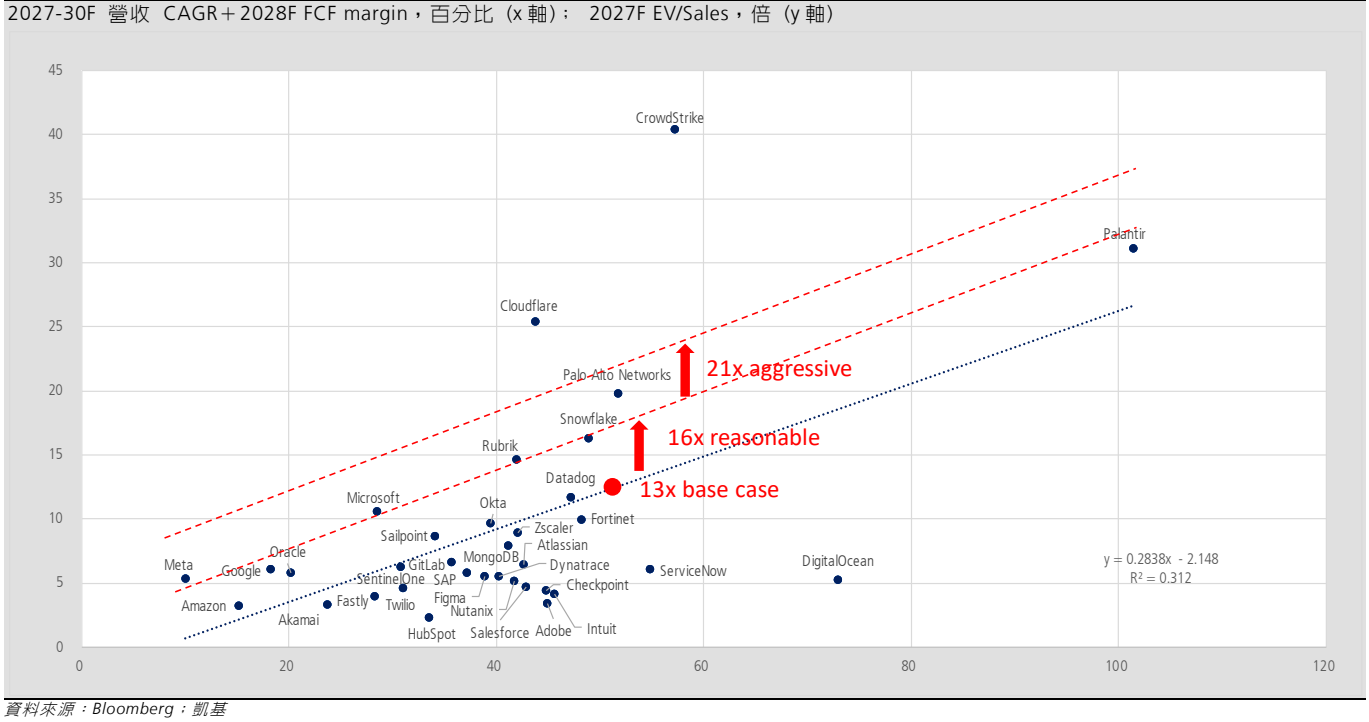
圖 2: OpenAI 估值 US$852bn，倍數由 55x 降至 20x



資料來源：凱基整理

13-21 倍 EV/Sales 對應股權價值 US$1.5-2.5tn。以 2027F 營收 US$110bn 計算，13 倍（約當迴歸線中性值）、16 倍與 21 倍 EV/Sales 分別對應企業價值約 US$1.4tn、US$1.8tn 與 US$2.3tn；加計 2026 年底預估淨現金 US$212bn 後，股權價值約 US$1.5-2.5tn；我們的目標價 US$100 對應股權價值約 US$1.85tn，落在此區間的中下緣。我們以 16 倍為合理情境的理由是：今年以來軟體股評價兩極化，被視為 AI 受害者的個股壓低了迴歸線，若對標同樣採用量計價、成長能見度較高的軟體公司如 SNOW，倍數應高於迴歸均值；21 倍則接近公司先前數輪募資的水準，需要新模型帶動市場認同才可能實現。

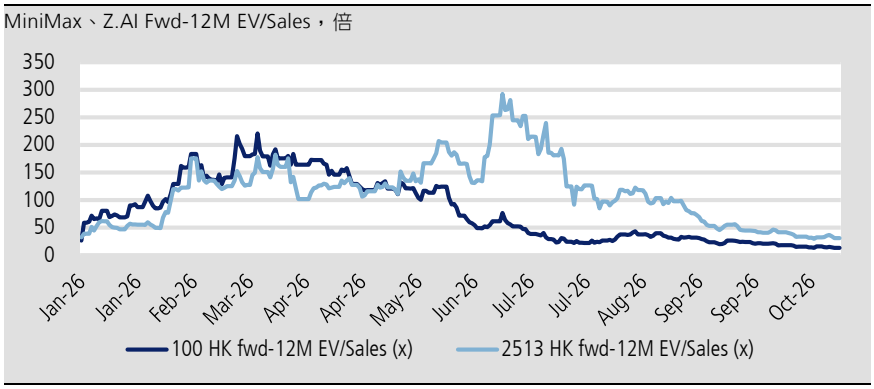
圖 3: Anthropic 2027F EV/Sales 13/16/21x，對應市值 US$1.5/1.8/2.5tn



資料來源：Bloomberg；凱基

IPO 定價區間隱含約 10 倍，折價來自兩個原因。S-1/A 第二次修正的定價區間為每股 US$70-78，中值 US$74 對應完全稀釋市值約 US$1.33tn，扣除淨現金後約為 2027F 營收的 10 倍，低於迴歸中性值約四分之一。我們認為折價反映：(1)近期大型科技 IPO 上市後表現不如預期(SPCX 破發、MiniMax/Z.AI 估值回落)，投資人要求更高的安全邊際；(2)4Q26 至 1H27 利潤率下滑（1Q27F adj. OPM 為−11%），部分投資人選擇等待。就長期價值而言，我們認為 US$1.33tn 已反映相當程度的保守假設。

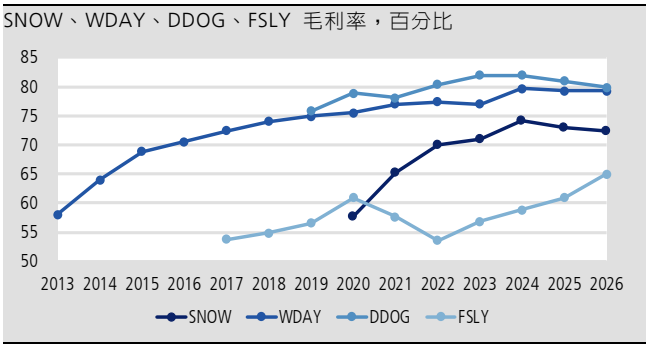
圖 4: 港股中系 labs 前瞻 EV/Sales 自高點回落至 12-30x



資料來源：Bloomberg；凱基

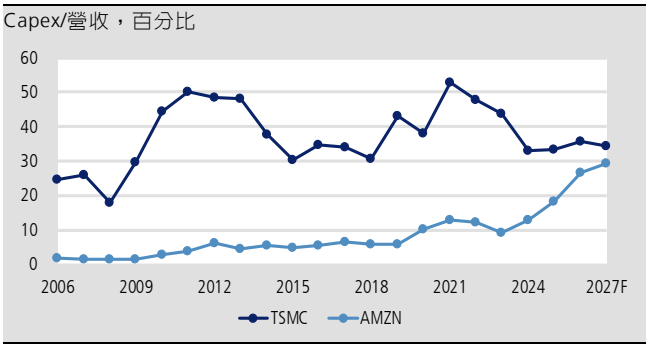
毛利像用量型 SaaS，資本強度像晶圓代工。用量計價的 Snowflake 毛利率由 2020 年之 58%升至 2024 年之 74%、Fastly 由 54%升至 65%，顯示用量型業務的毛利率會隨規模擴張與單位成本下降而改善，與 AI Labs 推論成本的下降路徑相近。資本強度則更接近晶圓代工：台積電長期維持 30-50%的資本支出／營收比，Amazon 在 AI 投資期間由 2017 年之 6.7%升至 2027F 之 29%；AI Labs 2026F 算力占營收達 60%（Anthropic）與 112%（OpenAI），只是多以租約與合約取得算力，使資本支出轉化為營運成本與表外承諾。這也是我們在評價上同時參考營收倍數與盈餘能力的原因。

圖 5: 用量型 SaaS 毛利隨規模擴張：SNOW 58% → 74%



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6: TSMC capex/營收長期 30-50%，AMZN 升至 2027F 29%



資料來源：Bloomberg；凱基

產業與展望-TAM

S-1 的 US$40tn 為白領薪資池，凱基估 2030F 可收費 TAM 約 US$4.8tn；兩家 AI Labs 2026 營收僅占 2.3%。

凱基預估重點：兩家 2030F 營收合計 US$645bn，67%來自用量制

Anthropic 2027F 營收 US$110bn、2027-30F CAGR 39%。我們預估 Anthropic 營收由 2025 年 US$4.6bn 成長至 2026F 之 US$53.3bn（前三季已實現 US$33.2bn，S-1/A）、2027F 之 US$109.8bn，2030F 達 US$293.3bn；OpenAI 則由 2026F 之 US$35.9bn 成長至 2030F 之 US$352.0bn，2027-30F CAGR 64.5%。兩家 2030F 營收合計 US$645bn，其中用量制（API，含 Claude Code 與 Codex 加值 Credits）占 67%、訂閱制占 20%、廣告／購物／其他占 14%；2025-30F 兩家營收增量 US$628bn 中約 68%來自用量制。換言之，AI Labs 的成長主軸並不止於「更多人訂閱」，而是「企業把更多工作交給模型執行」。

預估立場偏保守：2028F 低於公司目標約 6%，2029-30F 僅計入已簽約算力。媒體轉述 Anthropic 2028 年營收目標為 US$190-200bn，凱基 2028F 為 US$184bn、低於目標中值約 6%；2029-30F 相當於 S-1/A 已簽約之算力容量（2028-30F 年均 12.3／16.1／18.4GW）乘上每 GW 營收 US$15-16bn 推估，未假設尚未簽訂的增量容量，每多簽 1GW 約可增加 US$16bn 營收。OpenAI 2030F 之 US$352bn 則與媒體報導公司於 2026 年 7 月向投資人說明的 US$350bn 規劃相當。需提醒的是，公司揭露的 run-rate（9 月底 US$71bn、10 月底約 US$81bn）是以最近 28 天營收年化的營運指標，不等於 GAAP 營收；我們預估 4Q26F 營收 US$20.1bn、12 月底 run-rate 約 US$82bn。

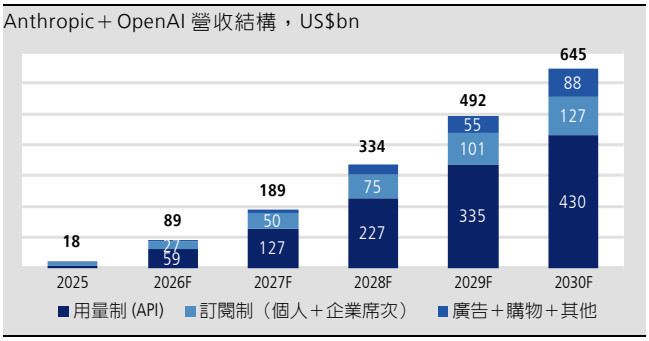
估算方法：訂閱看「人 × 付費率 × ARPU」，用量看「token × 市佔 × 單價」。我們依 S-1 的計價口徑將營收拆為訂閱制（個人方案＋企業席次）與用量制（API＋獨立計費的 agent 用量）：前者以用戶數、付費轉換率與 ARPU 推估；後者將全球付費 token 分為五個價格層級（Tier 1-5），再乘上各家市佔與實收單價。各線以 S-1/A 與官方里程碑（ChatGPT 週活躍逾 12 億、個人付費逾 5,000 萬、廣告年化 US$10 億）校準，未揭露處以 Similarweb、Ramp、a16z 等第三方資料交叉驗證。Agent 並非另立一條營收線：Claude Code、Managed Agents 等依收費方式分別落在訂閱或用量制內（模型中獨立計費的 agent 用量 2026F 約 US$3bn、2030F 約 US$24bn），不存在「token 成長」與「agent TAM」重複計算的問題；AI for science、物理 AI 與消費性裝置則尚未納入預估，屬於額外的選擇權。

圖 7：凱基預估 ANT 2027F 營收 US$110bn、2027-30F CAGR 39%；OAI 2030F 營收 US$352bn

項目	公司	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	CAGR 27–30F
① 營收（US$bn）：依 Anthropic S-1 的計價方式拆成「訂閱制」與「用量制」								
營收		**5**	**53**	**110**	**184**	**245**	**293**	**39%**
訂閱制（個人＋企業席次）	Anthropic	1	11	24	38	52	66	40%
用量制（API，含 Claude Code）		4	41	84	142	185	217	37%
其他		0	1	2	4	7	10	68%
營收		**13**	**36**	**79**	**150**	**247**	**352**	**65%**
訂閱制（個人＋企業席次）	OpenAI	11	16	26	37	49	61	33%
用量制（API，含 Codex）		2	18	43	85	150	213	70%
廣告＋購物＋其他		0	2	10	27	48	78	99%
② 訂閱制（2030F 占兩家營收 20%）：個人 ≈ 用戶數 × 付費轉換率 × ToC_Subs ARPU；企業 ＝ 席次 × ToB_Seats ARPU								
用戶數（年底，mn人）	ChatGPT	800	1,200	1,600	2,000	2,300	2,600	18%
	Claude	50	250	386	545	681	794	27%
付費轉換率（付費 ÷ 用戶）	ChatGPT	5%	6%	7%	8%	8%	8%	
	Claude	8%	14%	14%	14%	14%	14%	
高階訂閱比例（占付費用戶）	ChatGPT（Pro）	1%	2%	3%	3%	4%	5%	
	Claude（Max／Ultra）	10%	10%	10%	13%	16%	18%	
Blended ARPU（個人＋企業，美元／月）	OpenAI	–	20	20	20	21	21	2%
	Anthropic	–	34	34	35	38	39	5%
ToC_Ads ARPU（免費用戶，美元／年）	ChatGPT（補充）	–	1	3	5	10	15	
③ 用量制（2030F 占兩家營收 67%）：API 營收 ≈ 全球 token 用量 × 市占率 × 單價								
全球付費 token 年用量（tn）	全市場	4,800	27,900	75,200	169,300	303,000	501,400	88%
企業 AI 總支出 ÷ SG&A＋R&D（含 SaaS 的 AI 功能、顧問、硬體、人才）	美國上市公司	4%	5%	6%	8%	9%	10%	
其中付給 AI 模型公司（API＋席次＋agent）	美國上市公司	1%	1%	1%	2%	2%	3%	
頂級模型（Tier 1／2）占 API 營收	全市場	62%	63%	63%	61%	62%	59%	
API 市占率（以營收計）	Anthropic	47%	55%	49%	47%	41%	36%	-13 ppts
	OpenAI	30%	25%	26%	28%	31%	34%	+7 ppts
API 平均單價（每百萬 token，美元）	Anthropic	–	5.9	4.9	4.1	3.6	3.0	-15%
	OpenAI	–	2.7	2.2	1.8	1.7	1.4	-13%
④ 規模對照：兩家營收占「科技巨頭／雲端／軟體股」營收的比例；KGI TAM 與 capture								
÷ Top-4 CSP 營收（AMZN＋GOOGL＋META＋MSFT）	兩家合計	1%	5%	8%	12%	15%	17%	
÷ IGV 106 家軟體股營收池	兩家合計	3%	11%	20%	30%	37%	41%	
KGI TAM（Global ex-China，US$bn）	全市場	3,752	3,944	4,144	4,349	4,561	4,780	5%
營收 ÷ KGI TAM（capture）	Anthropic	0.1%	1.4%	2.6%	4.2%	5.4%	6.1%	
	OpenAI	0.3%	0.9%	1.9%	3.4%	5.4%	7.4%	

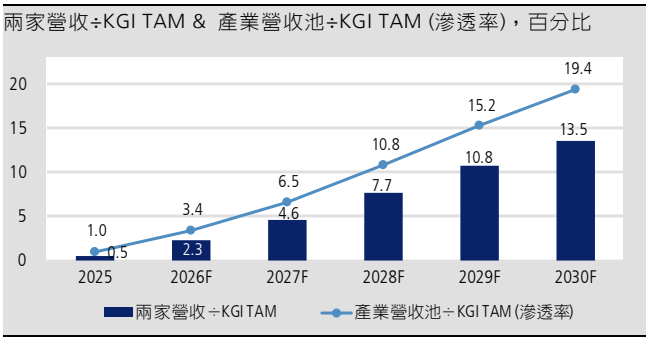
資料來源：Anthropic S-1/A；公司資料；凱基預估

圖 8：兩家 2030F 營收合計 US$645bn，67%來自用量制



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 9：2030F 兩家營收僅占 KGI TAM 13.5%，產業滲透率 19%



資料來源：凱基預估

S-1 的 US$40tn 是白領薪資池，合理可收費市場約 US$4.8tn

S-1 的「>US$40tn」如何而來。Anthropic 在 S-1 將 Claude 定位為 Virtual Collaborator，瞄準全球約 10 億名知識工作者及其逾 US$40tn 的經濟產值，但未揭露計算方式。我們以官方統計重建：World Bank 2025 年全球 GDP US$118tn × ILO 勞動所得占比 52.7% × 美國 BLS 知識工作者薪資占比 69.3% ≈ US$43tn，量級與 S-1 相符。這個數字描述的是「AI 可以觸及的薪資池」，並非「AI 可以收到的錢」，兩者之間至少隔著四道折扣。

四道折扣後，企業端（ToB）可收費市場約 US$3tn。(1)排除公司未經營的中國市場（−US$6.9tn）；(2)美國的白領薪資占比不適用於全球，我們改依各所得組別的知識工作者比重（高所得 62%、中高 40%、中低 25%、低所得 10%）調整（−US$6.6tn），ex-China 白領薪資池為 US$29.7tn；(3)AI 不會承接全部工作，學術與顧問機構估計可自動化的任務或工時比重約 47-57%，我們取 50%；(4)企業願意付費的前提是 AI 成本顯著低於人力，我們假設 AI 定價為所替代人力成本的 20%。四者相乘得出 2025 年 ToB TAM 為 US$2.97tn，僅為 S-1 口徑的 7%；隨名目薪資成長，2030F 為 US$3.7tn。

加計廣告、消費訂閱與 Agentic commerce，KGI TAM 2030F 為 US$4.8tn。ToB 之外，我們另計入 AI 介面可承接的數位廣告（US$0.54tn）、消費者訂閱（US$0.21tn）、agent 經手電商交易的抽成（US$0.08tn），以及物理 AI、生命科學與 AI 裝置等長期選擇權（US$0.25tn），合計 US$4.78tn，其中 ToB 占 77%；Anthropic 不經營廣告，可觸及 TAM 為 US$4.16tn。這個估計對兩個判斷參數最敏感：AI 定價占人力成本的比重每變動 10ppts，ToB TAM 即變動 US$1.85tn；若各項參數同取保守／樂觀值，2030F TAM 區間為 US$2.1-8.5tn。

圖 10: S-1 口徑 US$43tn，KGI ToB TAM 僅 US$3.0tn；加計廣告、訂閱與電商後 2030F 為 US$4.8tn

① 從 S-1 的 US$40tn 到 KGI ToB TAM（2025）	參數／Δ	US$tn
全球 GDP（World Bank，2025）		118
× 全球勞動所得占 GDP 比例（ILO）＝ 全球勞動所得	53%	62
× 美國 knowledge workers 薪資比例（BLS OEWS）＝ 重構 S-1 ✓	69%	**43**
− 去中國（KGI 口徑：Global ex-China）	−6.9	36
− 白領占比改按收入組別＊（高 62／中高 40／中低 25／低 10%）	−6.6	30
× 長期 AI 可承接＊（錨：Eloundou 47–56% 任務、McKinsey 57% 工時）	50%	15
× AI 定價 ÷ 人力成本＊ ＝ ToB TAM 2025（S-1 的 7%）	20%	**3**
② KGI TAM 2030F：母體 × 長期可承接 × 變現率（by segment）	**占比**	**US$tn**
ToB（seats＋API＋agent）：白領薪資池 37tn × 50%＊ × 20%＊ 2025 薪資池 30tn（上表）× 名目 +4.5%／年；兩家共用；歸 lab 的部分 × 50%＊ ＝ 1.9tn（其餘 app／SI）	77%	3.7
廣告：數位廣告 ex-China US$980bn × AI 可承接 55%＊ 55% ＝ search＋shopping 39% ＋ 其餘的約 1/4；SpaceX S-1 廣告 TAM US$0.60tn 同量級；Anthropic 不賣廣告	11%	0.5
消費訂閱：潛在付費 3.5bn 人 × 長期轉換 25%＊ × US$240／年＊ 母體 ＝ ex-China 網路用戶 5.5bn（ITU − CNNIC）的 63%；轉換錨：Spotify 付費 ÷ MAU 39%；ARPU ≈ US$20／月	4%	0.2
電商：GMV ex-China US$4.5tn × agent 經手 50%＊ × take rate 3.5% 第三方研究 2030 情境 agent 經手 10／20／30%（steady-state 取 50%）；take：direct 3.5%／affiliate 2%	2%	0.1
其他：physical AI 模型層＋life sciences＋AI 裝置＊ physical AI ≈ non-KW 勞動所得 × 10% × 5% ≈ 0.15tn；生技 R&D／royalty ≈ 0.03tn；AI 裝置 ≈ 0.06tn（optionality）	5%	0.3
KGI TAM 2030F（參數全取 bear／bull：2.1–8.5tn）	**100%**	**4.8**
Anthropic 可觸及 TAM（不含廣告、電商）	87%	4.2

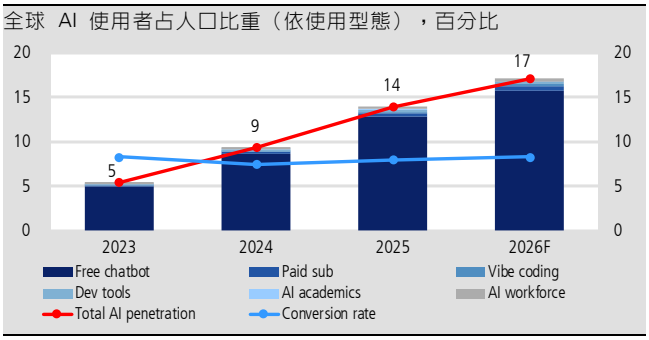
資料來源：World Bank；ILO；BLS；凱基預估

TAM 不是 2030 年前的營收天花板，被檢驗的是滲透速度。以凱基預估換算，Anthropic／OpenAI 2026F 營收僅占 KGI TAM 的 1.4／0.9%（兩家合計 2.3%），2030F 升至 6.1／7.4%（合計 13.5%）；若以不含廣告與電商的可觸及 TAM 為分母，Anthropic 為 1.5%與 7.0%；產業營收池占 TAM 的滲透率則由 2026F 之 3.4%升至 2030F 之 19.4%。對照網路與軟體公司 IPO 當年的 capture 多在 0.1-0.6%（Uber 0.2%、Airbnb 0.14%、Snowflake 0.33%、Palantir 0.62%），成熟龍頭 Google、Meta 在廣告市場則分別達 43%、26%，兩家 AI Labs 距離天花板仍遠。真正需要驗證的是速度：2026-30F 滲透率平均每年提升 3.7ppts，約為雲端運算過去 19 年

平均（2.3ppts）的 1.6 倍；若 2027 年產業營收池較我們預估的 US$0.27tn 低 20%以上，應下修的是成長率，而非 TAM 潛力。

AI 支出是新預算還是舊預算？兩者皆是，但錨定的是人力預算。投資人常問 AI Labs 的成長來自整體預算擴大，還是排擠既有軟體支出。Menlo Ventures 的企業調查顯示，2026 年新增 AI 支出中約 55%來自新編預算、約 9%（US$12.6bn）移轉自既有軟體，後者約拖累傳統 SaaS 成長 2ppts；The Futurum Group 的 CIO 調查則顯示，以 IT 預算內部挪移因應 AI 超支的企業中，60.9%削減的是外包與顧問費用，另有 23.1%的超支企業自非 IT 部門預算挪移。這與我們的 TAM 架構一致：AI 爭取的是人力與外包預算，而非 IT 預算內的重分配，故我們以 SG&A 加 R&D 為分母，美國上市公司的 AI 總支出占比由 2025 年 4.0%升至 2030F 之 10.2%，其中付給模型公司的部分由 0.6%升至 3.1%。

圖 11: 2026 年全球 AI 滲透率 17%，非免費使用者 ~8%



資料來源：global-ai-adoption.netlify.app；凱基

圖 12: 商業模式 2×3：2030F 兩家營收 67%來自用量制、20%來自訂閱制

	Subscription-based	Consumption-based
ToC	Sub	Ads, E-Commerce
ToB	Seats	API
Other Streams	Research partnership, FDE consulting	Hardware, Physical AI

資料來源：依 Anthropic S-1 計價口徑；凱基

產業與展望-訂閱制

Claude 以 ChatGPT 五分之一的用戶創造其七成訂閱營收，2030F 訂閱營收 US$66bn。

訂閱制：Claude 以五分之一的用戶，創造 ChatGPT 七成的訂閱營收

凱基預估：2030F 訂閱營收 Anthropic US$66bn、OpenAI US$61bn

我們預估 ChatGPT 週活躍用戶由 2026F 之 12 億成長至 2030F 之 26 億（同公司規劃；約為 ex-China 網路人口 55 億的 47%，已接近天花板），Claude 用戶則由 2.5 億成長至 7.9 億，2027-30F CAGR 27% vs. ChatGPT 之 18%。Claude 的用戶規模僅為 ChatGPT 的五分之一，但付費轉換率 13.8% vs. 6.3%（2.2 倍）、個人訂閱 ARPU 每月 US$27.5 vs. US$18.4（1.5 倍）、企業席次 ARPU 每月 US$53.3 vs. US$28.0（1.9 倍），合計 blended ARPU 為每月 US$34 vs. US$20，故 2026F 訂閱營收 US$11.3bn 已達 OpenAI（US$15.9bn）的 71%。隨 Max／Ultra 高階方案占付費用戶比重由 10%升至 2030F 之 18%、企業席次由 1,190 萬擴張至 4,380 萬，我們預估 Anthropic 2030F 訂閱營收 US$66bn（年均付費席次 1.4 億 × 每月 US$39）將超越 OpenAI 之 US$61bn（2.4 億 × 每月 US$21）。

運作原理：工作場景帶來高轉換率與高 ARPU

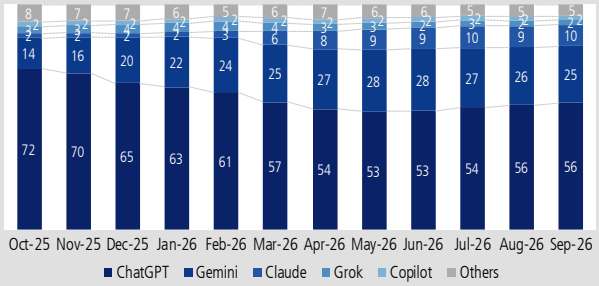
Claude 的變現效率來自用戶組成：早期用戶以軟體工程師與知識工作者為主，付費是為了完成工作而非嘗鮮。a16z 數據顯示（美國，2026/8）Claude 付費用戶中 7.3%使用每月 US$100 以上的 Max 方案，ChatGPT Pro

與 Google Ultra 各僅 1.3%，ChatGPT 另有 12.8%選擇 US$8 的 Go 方案；Recon Analytics 調查的付費比例為 Claude 58%、ChatGPT 42%、Gemini 23%。Menlo Ventures 的消費者調查亦顯示，由雇主買單者每月支出 US$95、高於自付者之 US$55，但目前僅 20%的付費者由雇主或學校負擔，代表不少個人訂閱實為工作用途，企業席次仍有承接空間。

黏著度數據支持上述結構得以延續。Similarweb 的 cohort 資料顯示 Claude 新用戶第 6 個月留存率由 26%升至 45%，與 ChatGPT 的差距收斂至 14ppts；Apptopia 統計 Claude 每位日活躍用戶日均使用 25.4 分鐘，高於 ChatGPT 之 22.7 分鐘與 Grok 之 22.5 分鐘，開啓次數（8.5 次 vs. 8.6 次）則相當，差異在使用深度而非頻次。流量面，Similarweb 的 AI chatbot 網站流量市佔顯示 ChatGPT 由 2025 年 10 月之 72%降至 2026 年 5 月之 53%後回升至 56%，同期 Claude 由 2%升至 10%、Gemini 由 14%升至 25%；Claude 是少數在流量與付費兩端同步擴張的業者。

圖 13: ChatGPT 流量市佔 7 月起回升至 56%

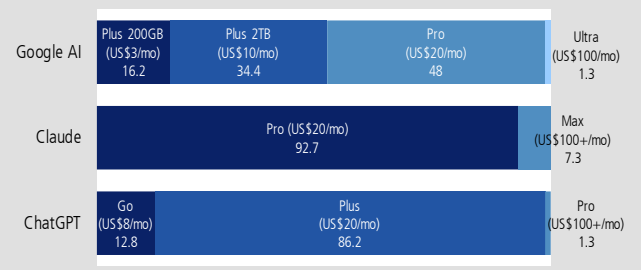
AI chatbot 網站流量市佔率，百分比



資料來源：Similarweb；凱基

圖 14: Claude 高階方案占 7.3%，ChatGPT Pro 僅 1.3%

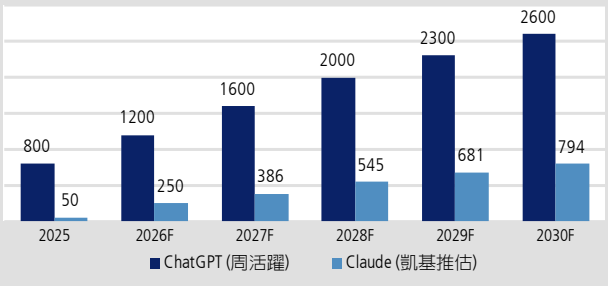
付費用戶方案組合（2026/8），百分比



資料來源：a16z；凱基

圖 15：Claude 用戶 2027-30F CAGR 27%，快於 ChatGPT 之 18%

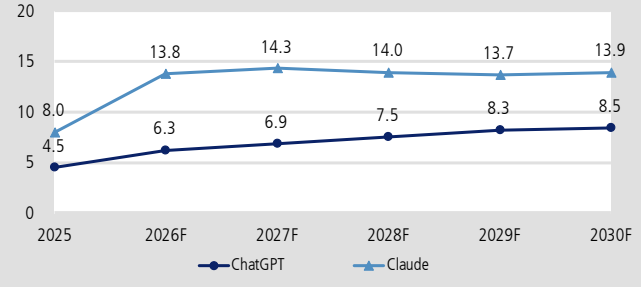
ChatGPT & Claude 用戶數，百萬人



資料來源：OpenAI；Sensor Tower；凱基預估

圖 16：Claude 付費轉換率約 14%，為 ChatGPT 的 2 倍以上

個人付費轉換率＝年底付費用戶÷用戶數，百分比



資料來源：Anthropic S-1/A（訂閱營收校準）；凱基預估

為何 Anthropic 訂閱成長快於用量，OpenAI 卻相反

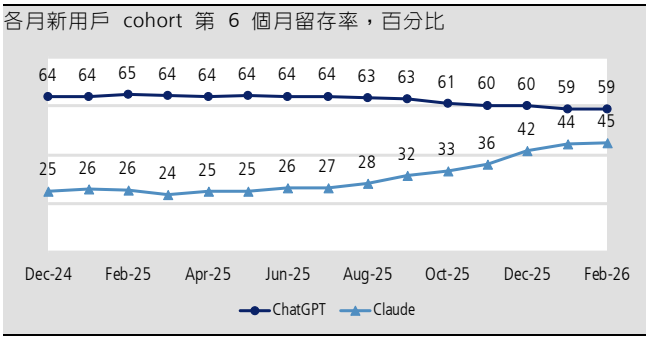
投資人常問：Anthropic 2027-30F 訂閱營收 CAGR 40%高於用量制之 37%，OpenAI 則是用量制 70%遠高於訂閱制之 33%，兩家結構為何相反？我們認為這反映的是基期差異，而非商業模式分歧。Anthropic 的 API 營收市佔在 2026F 已達 55%的高點，往後成長主要跟隨市場擴張並讓出部分份額(競品低價搶市)；訂閱業務則仍在早期（用戶 2.5 億 vs. ChatGPT 之 12

億），且高階方案與企業席次的組合持續改善。OpenAI 正好相反：ChatGPT 用戶數成長已是業界標竿龍頭，US$8 的 Go 方案拉高付費率卻壓低 ARPU，訂閱成長趨緩；API 則因 2026 年起轉攻企業市場、Codex/ChatGPT work 放量，以及銷售通路由 Azure 擴大至 AWS，自低基期（市佔 25%）加速。兩家 2030F 的營收結構將趨於相近：用量制占 Anthropic／OpenAI 營收的 74／61%。

OpenAI 的滲透率與成長空間

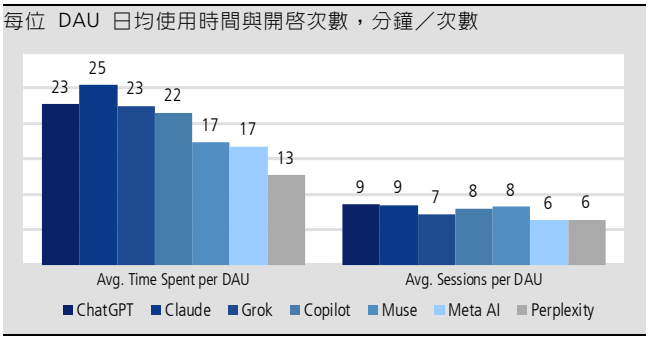
展望成長軌跡 OpenAI 的 2030 年消費端用戶目標已接近「量」的極限，後續成長將來自「價」與新變現層：(1)付費轉換率由 6.3%升至 2030F 之 8.5%（付費用戶 2.2 億）；(2)對 23.8 億名免費用戶投放廣告，我們假設每位廣告層用戶的年 ARPU 由 2026F 之 US$0.55 升至 2030F 之 US$15，約為 Meta FY25 每用戶廣告收入 US$57 的四分之一；(3)企業席次由 1,400 萬增至 3,800 萬、API 營收市佔由 25%回升至 34%；(4)AI 硬體裝置預計自 2027 年起貢獻，目前僅列於其他營收，尚未商業化的部分我們視為選擇權而非基本假設。

圖 17: Claude 6M 留存升至 45%，與 ChatGPT 差距縮至 14ppts



資料來源：Similarweb；凱基

圖 18: Claude 日均使用 25 分鐘居冠，頻次與 ChatGPT 相當



資料來源：Apptopia；凱基

風險觀察指標

Claude 在用量限制與優惠政策上的態度相對強硬（Similarweb 統計其用量上限提示頁面造訪達 5,200 萬次），若未來為爭取用戶而放寬額度或加大折扣(加贈 API 額度或 Reset 次數)，將同時影響利潤率與競爭格局。我們設定的下修門檻為：4Q26 訂閱營收低於 US$3.9bn（3Q26 為 US$3.71bn、凱基 4Q26F 為 US$4.40bn）、Claude 第 6 個月留存率回落至 30%以下，或 Max／Ultra 占比至 2028 年未能升至 12%以上。

產業與展望-用量制

全球付費 token 五年成長 104 倍，API 營收池 2030F 達 US$531bn；企業 AI 支出的主戰場是用量制。

用量制：企業 AI 支出向頭部收斂，付費 token 五年成長 104 倍

凱基預估：全球付費 token 2030F 達 501,400 兆，API 營收池 US$531bn

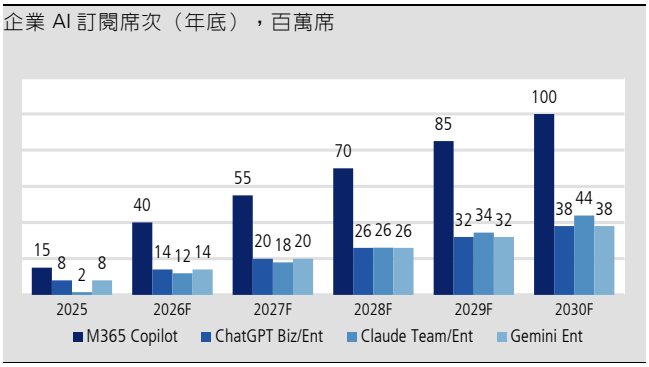
我們預估全球付費 token 年用量由 2025 年 4,800 兆成長至 2026F 之 27,900 兆、2030F 之 501,400 兆，五年成長 104 倍、2027-30F CAGR 88%；同期 API 平均實收單價每年下滑約 15%（Anthropic 由每百萬 token US$5.9 降至 US$3.0、OpenAI 由 US$2.8 降至 US$1.5），量的成長遠快於價的下滑，全球 API 營收池由 2026F 之 US$70bn 擴大至 2030F 之 US$531bn（2027-

30F CAGR 51%）。企業席次方面，M365 Copilot 由 2026F 之 4,000 萬席增至 2030F 之 1 億席（占 M365 商用席次約 18%），ChatGPT 與 Claude 的商用席次分別由 1,400 萬／1,190 萬增至 3,800 萬／4,380 萬；惟 2030F 兩家 API 營收合計 US$430bn，約為席次營收 US$35bn 的 12 倍，企業 AI 支出的主戰場是用量制，而非按人頭授權。

運作原理：任務越長、越自主，token 消耗呈倍數成長

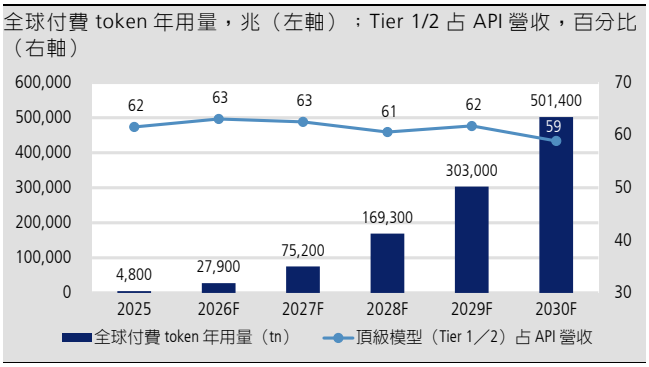
token 需求並非線性外推，而是由工作負載的型態決定。若以早期基礎模型完成一項任務的 token 消耗為 1 倍，具備思考過程的推理模型約為 3 倍；2026 年成為主流的 agentic 工作流程因多輪驗證與工具調用升至約 10 倍；2027 年起滲透的全天候自主型 agent，除回應使用者外還需在背景持續蒐集與整理資訊——產業專家指出此類主動式 agent 約 60%的 token 消耗來自背景工作，總用量因此達基礎模型的約 25 倍（10 ÷ 40%）。METR 的量測亦顯示，前緣模型在 50%成功率下可自主完成的任務時長，已由 GPT-4 時期的數分鐘拉長至約 12 小時；任務越長，單次任務的 token 消耗越高。需強調的是，token 倍數不等於營收倍數：訂閱方案內含的用量會先反映為成本，API 端的實收金額還取決於模型組合、快取與折扣，故我們以分層單價而非單一均價推估營收。

圖 19：M365 Copilot 2030F 達 1 億席，Claude 商用席次 4,400 萬席



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 20：付費 token 2027-30F CAGR 88%，Tier 1/2 模型占 API 營收約六成



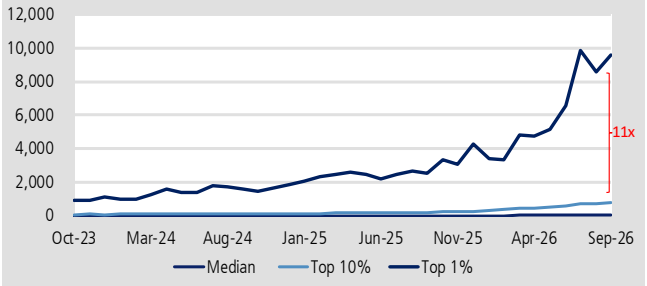
資料來源：凱基預估

滲透空間：理論可承接與實際使用的落差

Anthropic Economic Index（2026/3）顯示，電腦與數學職類理論上 94%的任務可由 AI 承接，實際觀察僅 33%；商業與金融為 94% vs. 28%、管理為 91% vs. 13%，多數白領職類落差逾 50ppts，瓶頸在系統整合、資料權限與信任，而非模型能力。企業支出的分布呈現同樣的訊號：Ramp 統計每員工每月 AI 支出的中位數僅 US$15.7、前 10%企業為 US$813、前 1%企業達 US$9,568（年增 3.8 倍），前 1%約為前 10%的 11 倍；我們認為這反映 coding 已被證明具備明確的投資報酬，其他知識工作則才剛起步。S-1/A 亦揭露逾 50%的 Fortune 500 企業已是過去 12 個月貢獻營收逾 US$10 萬的客戶，但 Anthropic 營收平均僅占其總費用不到 0.1%、前十大客戶亦不到 1%；即使僅向前十大的水準收斂，錢包份額仍有數倍空間，而我們的模型只假設企業 AI 支出占比在五年內增為 2.5 倍。

圖 21: Top 1% 企業人均 AI 支出高出 Top 10% 約 11 倍

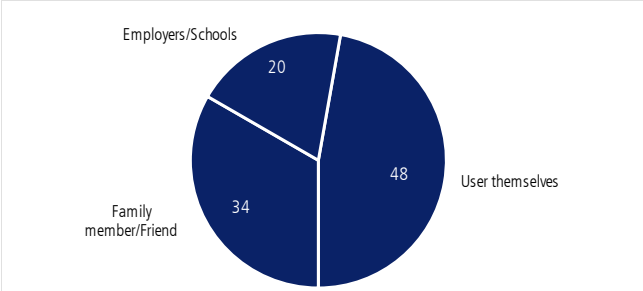
每員工每月 AI 支出：中位數/Top 10%/Top 1%，US$



資料來源：Ramp；凱基

圖 22: 僅 20% 付費者由雇主或學校買單

AI 付費者的付款來源，百分比



資料來源：Menlo Ventures；凱基

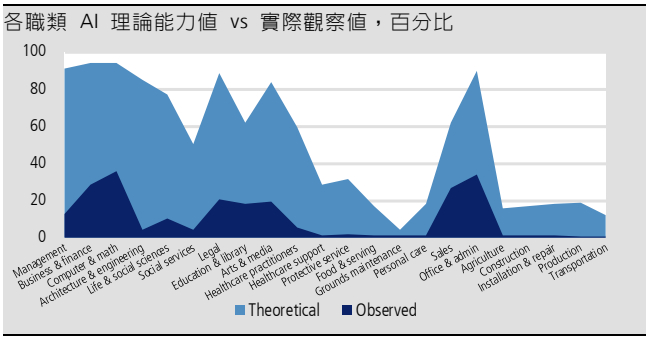
案例：從 Claude Code 到知識工作者

ANT 將企業採用路徑歸納為 Claude Code → 知識工作者 → 流程自動化 → 核心系統 → 新產品，並表示面向一般知識工作者的 Cowork，採用速度快於 Claude Code 推出後的同期表現。S-1/A 顯示截至 9 月底，過去 12 個月貢獻營收逾 US$10 萬的客戶超過 11,900 家（2025 年底約 1,500 家）、逾 US$100 萬者超過 1,900 家，過半企業客戶同時使用 Claude Platform 與至少一項第一方應用（4Q25 約 30%）。產業專家指出，企業從概念驗證到正式上線約需 3-5 個月（法務與資安審查最耗時），上線後約 3 個月即可衡量投資報酬，銷售訴求也由「每 token 價格」轉向「釋放多少工程產能」；S-1/A 揭露未使用 Claude Code 的 Enterprise 用戶月均支出不到 US$75，Claude Code 前 5%用戶則約為其 20 倍，顯示席次只是入口、用量才是主體。在我們的模型中，Claude Code 付費開發者由 2026F 之 350 萬人增至 2030F 之 1,150 萬人。

Coding 之後的下一個變現引擎

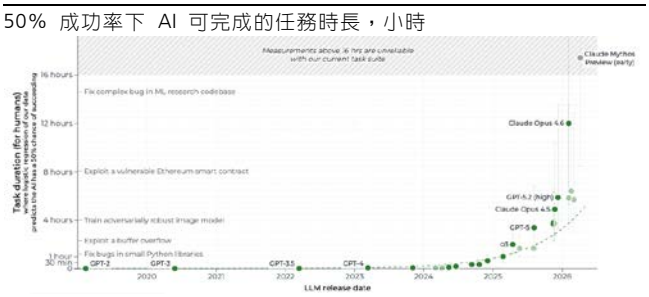
投資人最常追問 coding 之後的成長來源，我們的看法有三：(1)2027 年的主軸是由 coding 擴散至一般知識工作，此部分已反映在模型的席次與 API 假設中；客戶付費的理由不必是創造新營收，只要能確實減少外包、加班或新增人力即可成立。(2)據我們了解，金融服務與醫療／生命科學是公司 2027 年的重點垂直領域，客服、合約審閱等流程已出現按「解決件數」等成果計價的模式，惟成果計價能留給底層模型多少價值仍待驗證，模型僅納入象徵性金額。(3)AI for science——數學、生技與晶片設計——的潛在價值最大，但技術突破的時點無法量化，我們未納入預估，視為 call option。整體而言，Base case 的成長不需要新的殺手級應用，只需要既有工作流程的 token 用量持續加深。

圖 23: 多數白領職類 AI 理論承接率逾 80%，實際僅 5-35%



資料來源：Anthropic Economic Index；凱基

圖 24: AI 可自主完成的任務時長已達 ~12 小時



資料來源：METR；凱基

圖 25: Anthropic 知名客戶案例 & AI 應用效益節錄

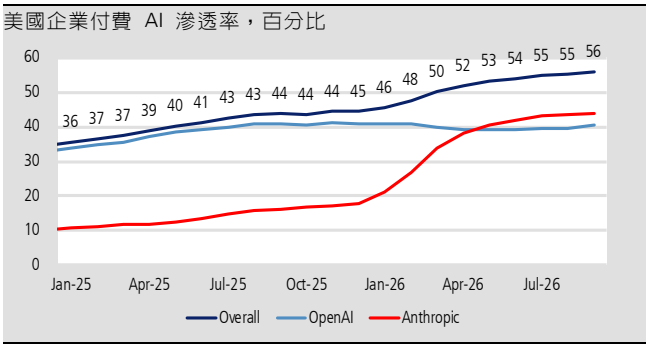
客戶	合作起點	成果與量化數字	背景與應用	影響
Accenture	2025	45,000 人完成 Anthropic 培訓；Cyber.AI 安全掃描覆蓋率約 10% → 超過 80%；共同 broadband 客戶回報首年 AI 投資回報 7x。	全球 專業服務 公司，員工逾 800,000 人；協助企業導入 digital core 與 AI。	2025 年 12 月擴大合作並成立 Accenture Anthropic Business Group；Claude Code 擴及數萬名 developers。18,000 多人取得 Claude 認證；Cyber.AI 用於自身 IT，亦與 Anthropic 共建企業與受監管產業方案。
DoorDash	2023	100% corporate 員工可使用 Claude Code／Cowork；Cowork MAU 超過 7,000；大型產品 產品推出時程減少逾 50%。	Local commerce 平台，Claude 從 engineering 擴至設計、產品及知識工作。	2025 年 rollout Claude Code，2026 年 Cowork 開放全公司；上線第一個月 WAU 接近翻倍。單一 migration 由原估 4 人、超過一季，縮為 1 人、3 週。內部平台允許非工程人員在安全核准流程中提交 production code。
Eli Lilly	2024	50,000+ 員工可用 Claude Enterprise，較初次 rollout 擴大 5x；五個主要使用部門中逾 85% full-time 員工 actively engage。	製藥公司，自 2024 年透過 Amazon Bedrock 使用 Claude，先支援內部 AI 平台及 developer tools。	2025 年 7 月 Enterprise 首批約 10,000 人，主要在 research；2026 年 4 月開放全公司。Legal/compliance、tech、finance、oncology、research 為主要使用部門；2026 年 10 月開始 pilot Claude Science。
MercadoLibre	2023	Q2 2026 merged code 年增逾 100%；過去一年 agents review 超過 500,000 筆 code submissions；非技術團隊 Cowork weekly active 比例 78%。	拉美電商及 fintech 公司，於 18 國營運，維護約 40,000 個 microservices；2025 年 1 月開始採用 Claude Code。	23,000+ developers 使用 Claude Code，agents 已 migration 約 9,000 個 services；Q2 2026 code submissions +110% YoY、deployments 約 +75%。Cowork 擴及非技術部門逾 26,500 人，引言另稱共觸及 31,000 員工；財務月結縮短約三分之一。
Salesforce	2023	每名 developer 有效產出 +151% YoY；單一 API migration 18x faster（原估 231 人天、實際 13 天）；Slackbot 年化 productivity gain 估 8.1M 小時、較前季逾 2x；99% 員工使用 Slackbot。	Enterprise software 公司；83,000 名員工中超過 60% 使用 Claude，並將 Code／Enterprise 提供給 developers 及 knowledge workers。	Claude Code 成為 engineering primary agent；每名 developer merged pull requests +79%、incidents −5%。Claude 同時支援 Slackbot、Agentforce Vibes 與 Agentforce 360；2026 年 8 月深化 Claudeforce 合作，Salesforce in Claude 提供 37 項預建 sales skills。
SAP	未揭露	Joule for Consultants 專案交付最多快 14%；每名 consultant 每月節省 25 小時。	Enterprise applications 與 business AI 公司，涵蓋 finance、procurement、HR、supply chain、CX；願景為 Autonomous Enterprise。	Claude 是 SAP Business AI Platform 與 Joule 採用模型之一。Joule for Consultants 引用逾 25M 份文件、12TB expertise data，顧問每天最多省 1.5 小時；portfolio 逾 50 個 Joule Assistants、逾 200 個 specialized agents 使用 Claude 作為部分 reasoning 能力。
Shopify	2024	Sidekick 服務數百萬 merchants；2026 年 daily active merchants 使用量較去年逾 3x；7,500+ 員工全公司可用 Claude Code。	Commerce 平台，服務從創業者到大型品牌；Claude 是其 AI commerce assistant Sidekick 的模型之一。	Sidekick 協助商家分析、促銷與執行任務；新商家首單由數週縮為數天，該季新增 Shopify Flow automations 中接近一半透過 Sidekick 建立。Code 已開放全員，非工程人員也能建立內部工具。

資料來源: Anthropic；凱基

現況觀察：2H26 為企業 AI 支出的優化期，1 月新預算週期為驗證點

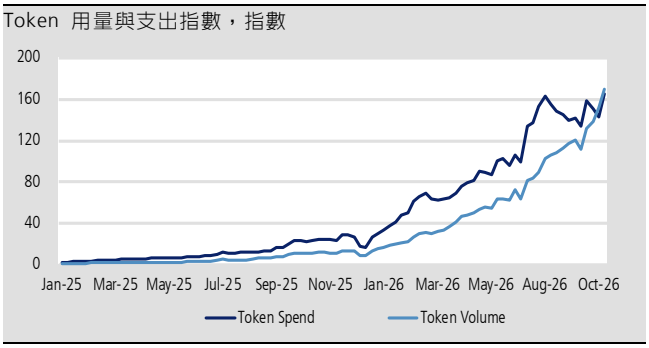
短期而言，token 用量與支出出現脫鉤。Ramp 最新數據顯示（10 月下旬對比 9 月下旬），企業 token 用量成長 37%，支出僅成長 9%，OpenAI 與 Anthropic 的混合單價下滑 27%；Ramp 統計付費使用 AI 的美國企業比重達 56%，其中 Anthropic 的企業採用率自 2Q26 起超越 OpenAI（9 月為 43.8% vs. 40.6%）。The Futurum Group 的 CIO 調查則顯示 46.9%的企業 AI 支出已超出預算，其中 47.6%申請追加預算、僅 17.2%暫停或縮減專案，多數以模型路由、快取與改用較低價模型因應，Anthropic 亦於 10 月底推出用量報表與共用預算功能協助客戶控管。我們認為這屬於預算週期現象而非需求轉弱：企業多於第四季核定次年度預算、1 月起動支，用量制營收的反映略有遞延，故 2H26 至 2027 年 1 月為優化期，1Q27 下半起動能可望回升。惟「新年度預算開啓後支出即恢復」仍是待驗證的假設，若屆時既有客戶的月支出未見回升，我們將下修復甦時點。

圖 26: Anthropic 企業滲透率 5 月起超越 OpenAI



資料來源：Ramp AI Index；凱基

圖 27: Token 用量續攀升，支出 8 月後成長停滯



資料來源：Ramp；凱基

產業與展望-廣告與電商

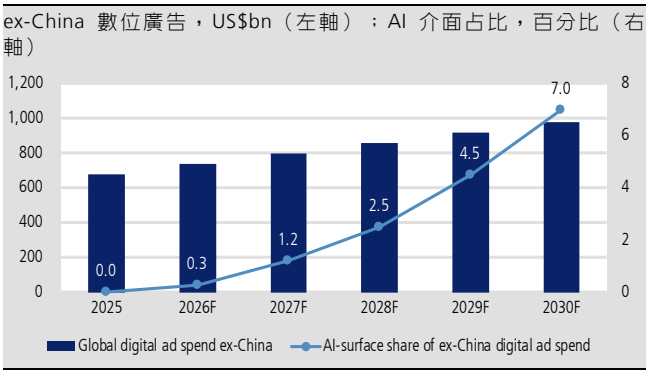
廣告與 Agentic commerce 為 OpenAI 的第三條營收線；Anthropic 維持無廣告政策。

廣告與 Agentic commerce：OpenAI 的第三條營收線，Anthropic 尚未重壓此賽道

廣告：基礎建設到位，變現仍在價格發現期。ChatGPT 廣告於 2026 年 2 月上線，6 週內年化營收突破 US$1 億、8 月底達 US$10 億並擴及逾 40 國（10 月下旬進一步擴至 89 國），5 月推出 Ads Manager 與 CPC 計價，並串接 Amazon DSP、Shopify 與 HubSpot。成效面仍在摸索：試點點擊率 0.91%遠低於 Google 搜尋之 6.4%，實現 CPC 約 US$1.72，CPM 由 US$60 降至 US$25。我們預估 OpenAI 2030F 廣告營收 US$35.7bn（23.8 億廣告層用戶 × 年 ARPU US$15），AI 介面占 ex-China 數位廣告的比重由 2026F 之 0.3%升至 2030F 之 7.0%；公司內部目標為 2030 年 US$100bn（媒體轉述），為凱基預估的 2.8 倍。Anthropic 維持無廣告政策，廣告營收為零。

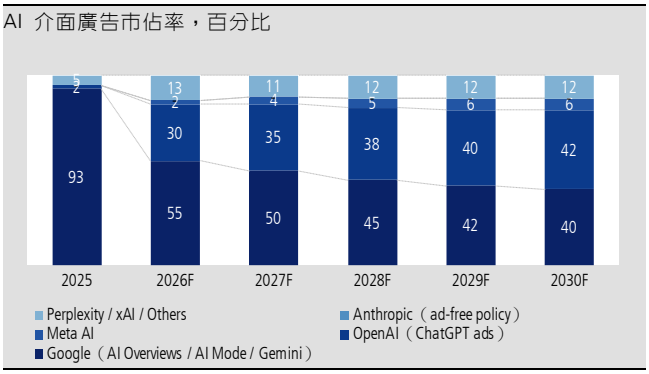
Agentic commerce：影響力成長快，可收費比例低。我們預估 AI 影響（導流、研究或結帳）的電商交易占 ex-China GMV 的比重由 2025 年 0.5%升至 2030F 之 12%（約 US$540bn），但只有原生結帳或訂有分潤協議的導流才收得到費用，2030F 可收費比例約 45%；零售商自建 agent 亦使份額較廣告分散（2030F OpenAI 35%、Google 30%、Amazon 18%）。以 take rate 由 0.5%升至 7%推估，OpenAI 2030F 購物營收約 US$6bn、Anthropic 僅 US$0.3bn，合計不到兩家營收的 1%。就獲利而言，廣告與交易抽成的吸引力在於邊際算力成本已由既有免費用戶承擔，新增營收的利潤率高於 token 銷售；惟在轉換數據成熟之前，我們將其定位為 OpenAI 估值的選擇權，而非 Anthropic 投資論述的一部分。

圖 28: AI 介面廣告滲透 2027F 起加速，2030F 達 7.0%



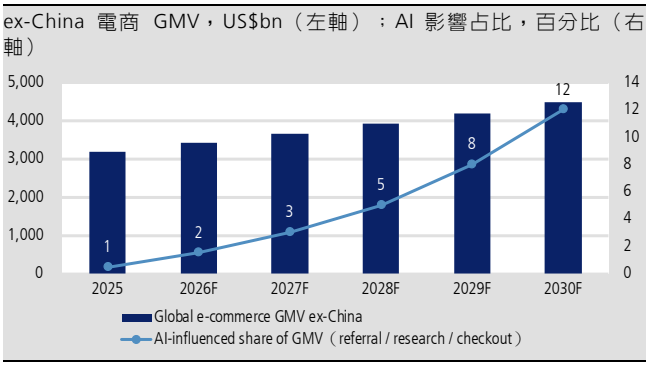
資料來源：IAB、WPP；凱基預估

圖 29: ChatGPT 廣告市佔 2030F 42%



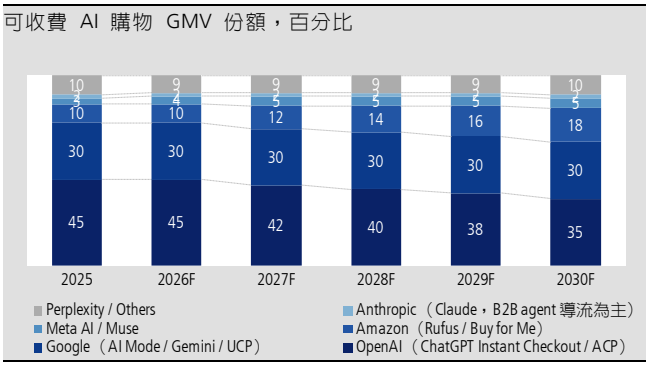
資料來源：凱基預估

圖 30: Agentic commerce 緩慢滲透，2030F 占 GMV 12%



資料來源：凱基預估

圖 31: 購物份額較分散：2030F OpenAI 35%、Google 30%



資料來源：凱基預估

營收預估的觀察指標

我們的營收預估建立在「滲透速度快於雲端」與「前緣模型維持定價權」兩項判斷之上，以下指標若連續兩季同向偏離，將調整預估：

- 4Q26 營收低於 US$18.1bn（凱基預估 US$20.1bn 之 90%），將下修 2027F 營收 US$110bn。
- 2027 年產業營收池較模型預估之 US$0.27tn 低 20%以上，應下修滲透速度與 CAGR，而非 TAM。
- 4Q26 訂閱營收低於 US$3.9bn，或 Claude 第 6 個月留存率回落至 30%以下，將下修付費轉換率與 ARPU 假設。
- 2027 年 1 月新預算週期啓動後，既有客戶月支出未見回升，代表 2H26 的支出停滯屬結構性而非週期性。

競爭分析-商品化

API 營收市佔 2026F 55%為高點、2030F 36%仍居首；均價年降 15%與市佔流失均已在 Base case 之內。

凱基預估：ANT API 營收市佔 2026F 55%為高點，2030F 36%仍居首

市佔以營收計，不以 token 計。我們預估全球 API 營收池由 2026F 之 US$70bn 擴大至 2030F 之 US$531bn（2027-30F CAGR 51%），Anthropic 的營收市佔由 2026F 之 55%降至 2027F 之 49%、2030F 之 36%，OpenAI 則由 25%回升至 34%，兩家合計由 80%降至 70%；若改以 token 計，兩家合計由 45%降至 37%（Anthropic 由 23%降至 13%、OpenAI 由 22%升至 24%），金額市佔高於 token 市佔，是因為兩家的用量集中在高價層級。衡量市佔時我們以營收而非 token 為準：Tier 1(指參數規模大於 5tn 如 ANT Fable, OAI Astra 等)與 Tier 2(指參數規模落在 1-5tn 如 ANT Opus, OAI Sol)的前緣模型在 2027F 僅占全球付費 token 的 26%，卻貢獻 63%的 API 營收；開放權重模型（Tier 5）的 token 占比將由 2026F 之 22%升至 2030F 之 35%，營收占比卻始終不到 2%。

誰拿走 Anthropic 的市佔？成長為何仍能維持？Anthropic 在 2027-30F 流失的 13ppts 市佔中，OpenAI 取得約 7ppts——其自 2026 年起轉攻企業與 API 市場，定價較 Anthropic 積極，並以 Codex 與企業方案搭配銷售；Meta 取得約 4ppts，其自有算力龐大並開始對外提供專有模型；Google、xAI 與其他業者合計約 2ppts，前兩者主要受限於可用算力（Google 相當比重的 TPU 容量用於支應 Anthropic）。市佔下滑與高成長並不矛盾：2026-30F 營收池擴大 7.6 倍，Anthropic 的用量制營收仍由 2026F 之 US$41.2bn 成長至 2030F 之 US$216.8bn，2027-30F CAGR 37%。真正需要聚焦的假設是產業成長率，而非市佔本身。

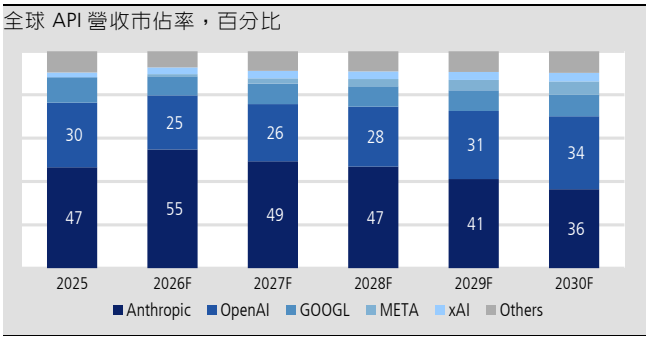
價格假設：同級模型有溢價，但均價每年下滑約 15%。我們假設同一層級內 Anthropic 的實收單價為該層均價的 1.55 倍、OpenAI 為 0.95 倍、Google 為 0.55 倍，反映企業對 coding 與 agent 品質的偏好（Vercel 的支出／用量比可為佐證）；各層牌價每年下調 8-12%（開放權重為 20%），加上 token 組合向低價層移動，Anthropic 的平均實收單價由 2026F 每百萬 token US$5.9 降至 2030F 之 US$3.0，OpenAI 由 US$2.8 降至 US$1.5，2027-30F 年均降幅分別為 15%與 14%。換言之，Commoditization 並非尚未反映的風險——市佔流失、同級降價與組合下移均已在 Base case 之內。

圖 32：凱基預估 Tier 1/2 模型 2027F 占付費 token 26%、API 營收 63%；ANT+OAI 2030F 仍掌握 70%營收

① 全市場 by tier：token 占比 vs 營收占比——量往下走、錢留在頂級								
項目	單位	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Δ 30F–27
Token 占比（% of 全市場付費 tokens）								
Tier 1 Frontier（Fable／Astra）	%	–	6%	7%	6%	7%	6%	-1ppts
Tier 2（Opus／Sol）	%	35%	21%	19%	18%	16%	16%	-4ppts
Tier 3（Sonnet／Terra）	%	45%	36%	36%	34%	32%	32%	-3ppts
Tier 4（Haiku／Luna／Flash）	%	10%	15%	13%	14%	12%	11%	-2ppts
Tier 5 open-weight hosted	%	10%	22%	25%	28%	32%	35%	+10ppts
營收占比（% of Σ tier revenue pools）								
Tier 1 Frontier（Fable／Astra）	%	–	24%	26%	25%	28%	25%	-1ppts
Tier 2（Opus／Sol）	%	62%	39%	37%	36%	34%	34%	-3ppts
Tier 3（Sonnet／Terra）	%	36%	32%	33%	34%	34%	36%	+4ppts
Tier 4（Haiku／Luna／Flash）	%	2%	4%	3%	4%	3%	3%	-0ppts
Tier 5 open-weight hosted	%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	+0ppts
② 兩家各 tier 份額（% of 該 tier tokens）：Anthropic 守 Tier 1／2，Tier 3／4 由 OpenAI、Google 主導								
項目	單位	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Δ 30F–27F
Anthropic								
Tier 1 Frontier（Fable／Astra）	%	–	57%	42%	41%	34%	30%	-12ppts
Tier 2（Opus／Sol）	%	45%	46%	44%	42%	36%	31%	-13ppts
Tier 3（Sonnet／Terra）	%	30%	23%	23%	20%	18%	16%	-7ppts
Tier 4（Haiku／Luna／Flash）	%	12%	10%	10%	11%	10%	9%	-1ppts
Tier 5 open-weight hosted	%	–	–	–	–	–	–	–
OpenAI								–
Tier 1 Frontier（Fable／Astra）	%	–	43%	33%	33%	37%	39%	+6ppts
Tier 2（Opus／Sol）	%	30%	24%	28%	29%	33%	36%	+8ppts
Tier 3（Sonnet／Terra）	%	30%	27%	31%	33%	35%	36%	+5ppts
Tier 4（Haiku／Luna／Flash）	%	30%	33%	38%	39%	41%	41%	+3ppts
Tier 5 open-weight hosted	%	–	–	–	–	–	–	–
③ 全市場 API 營收份額（% of global API revenue pool，US$；含 same-tier 價差）與兩家 token 份額								
項目	單位	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Δ 30F–27
Global API revenue pool	US$bn	**8**	**70**	**154**	**277**	**409**	**531**	51%
Anthropic	%	**47%**	**55%**	**49%**	**47%**	**41%**	**36%**	-13ppts
OpenAI	%	**30%**	**25%**	**26%**	**28%**	**31%**	**34%**	+7ppts
GOOGL（Gemini）	%	12%	9%	9%	9%	9%	10%	+1ppts
META（Muse Spark proprietary）	%	–	1%	2%	3%	5%	6%	+4ppts
SPCX（xAI Grok）	%	2%	3%	3%	3%	4%	4%	+0ppts
Others（Mistral、Cohere、Nova + open-weight hosting）	%	10%	7%	9%	9%	9%	10%	+1ppts
兩家 token 份額（% of 全市場付費 tokens）	%	**–**	**45%**	**45%**	**43%**	**40%**	**37%**	-8ppts
Anthropic	%	**–**	**23%**	**21%**	**19%**	**15%**	**13%**	-8ppts
OpenAI	%	**–**	**22%**	**24%**	**24%**	**24%**	**24%**	+0ppts

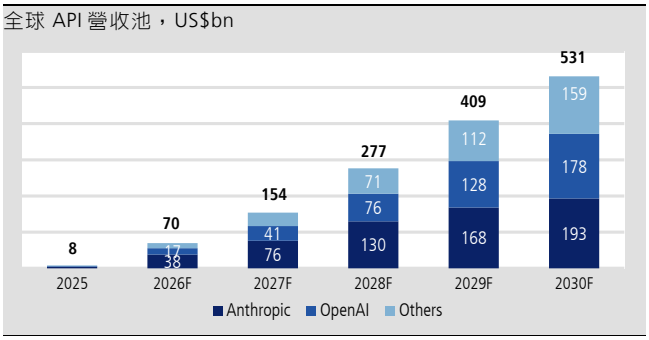
資料來源：凱基預估

圖 33：Anthropic API 營收市佔 2026F 55%為高點，2030F 36%仍居首



資料來源：凱基預估

圖 34：API 營收池 2026-30F 擴大 7.6 倍，市佔下滑不礙成長



資料來源：凱基預估

現象：領先期以週計、轉換成本趨近於零

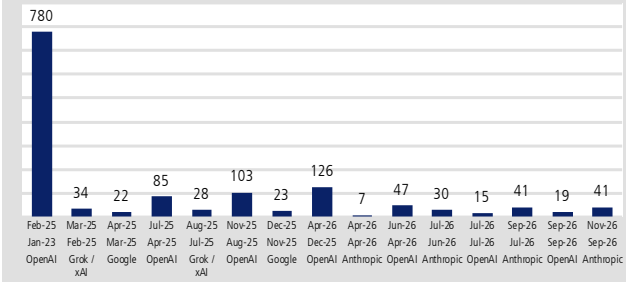
前緣易主的頻率已由「年」縮短為「週」。Artificial Analysis Progress Index 顯示，公司層級的 SOTA 連續領先天數由 OpenAI 在 2023-25 年的 780 天，縮短至 2026 年每次 7-47 天、平均 29 天，2025 年以來已易主 14 次；2026 年迄今 OpenAI 領先 186 天、Anthropic 領先 119 天，前緣仍由兩家輪替。10 月底 Gemini 4 Carbon 以 Intelligence Index 59 分暫居榜首

（Opus 5.5 為 58 分、Astra 為 57 分），惟尚未全面上市，coding 指數仍由 Claude 領先（62 vs. 59）。

企業每月換模型已是常態。Vercel AI Gateway 的數據顯示，付費團隊每月更換最常用模型的比率由 4 月之 39%升至 9 月之 48%，更換 AI Lab 的比率由 22%升至 29%；Recon Analytics 的消費者調查則顯示每月約 6%的用戶更換主力助理。產業專家指出，多模型路由已是企業部署的預設架構，OpenRouter、Vercel 與各雲端平台的 AI gateway 讓切換成本趨近於零。投資人擔心 LLM 終將淪為大眾商品，確有其依據。

圖 35: SOTA 領先期由 780 天縮至 7-47 天

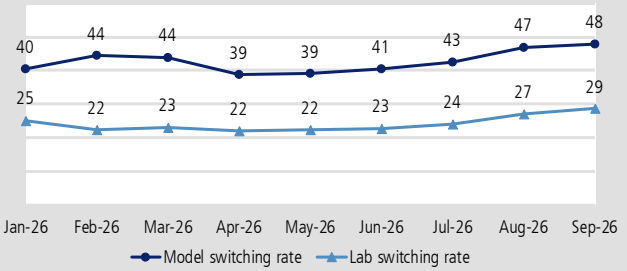
全球 SOTA 公司連續領先天數，天



資料來源：Artificial Analysis Progress Index；凱基

圖 36: 企業每月換主力模型比率升至 48%、換 lab 29%

更換最常用模型/lab 的付費團隊占比，百分比

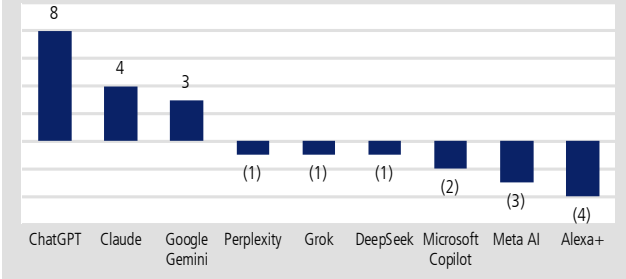


資料來源：Vercel AI Gateway；凱基

但轉換集中在低價值任務，淨流入只流向前緣三家。Vercel 10 月數據顯示開放權重模型占 token 用量的 72%，支出卻僅占 23%；其中 DeepSeek-V4.1-Flash 單一模型即占約一半的 token，卻僅占 2.6%的支出。消費端亦然：Recon Analytics 調查的主力助理淨流入僅出現在 ChatGPT（+8%）、Claude（+4%）與 Gemini（+3%），Perplexity、Copilot、Meta AI 等均為淨流出；轉入 Claude 的用戶中 29%是因為「答案更好」（Gemini 為 19%、ChatGPT 為 17%），轉入 Gemini 者則較多出於價格與免費額度。量往下走，錢留在頂層。

圖 37: 轉換淨流入：ChatGPT +8%、Claude +4%、Gemini +3%

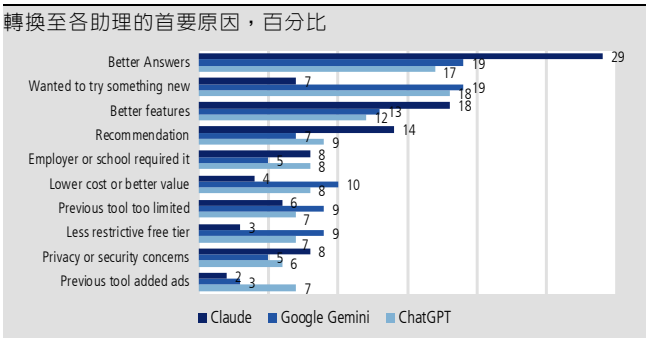
主力 AI 助理轉換的淨變化，百分比



資料來源：Recon Analytics；凱基

圖 38: 轉入 Claude 主因是答案品質（29%）

轉換至各助理的首要原因，百分比

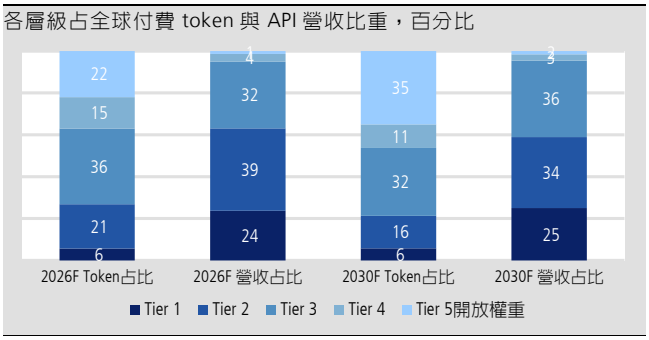


資料來源：Recon Analytics；凱基

價與量：token 均價年降 15%，為何不等於失去定價權?

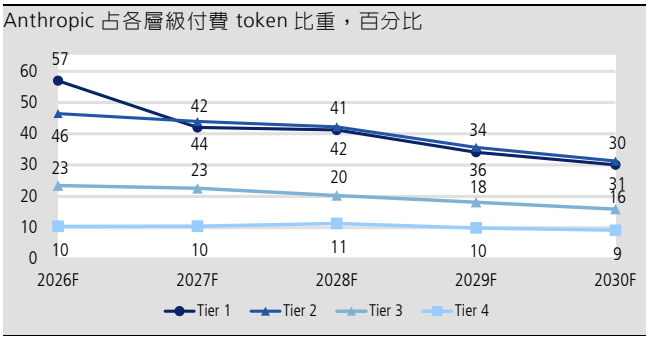
先區分三種「價格」。客戶最常見的疑問是：若前緣模型具差異化，為何 token 均價仍持續下滑？我們認為需拆開三個層次：(1)同一層級的牌價——隨推論成本下降，各層牌價每年下調 8-12%，新一代模型常以更低的每任務成本上市（S-1/A 揭露 Opus 5.5 的每任務成本較前代降低約 40%、Fable 5.1 約 25%）；(2)新層級的推出——能力躍升的模型會開出更高的價位，例如 Tier 1 的牌價（每百萬 token US$20）為 Tier 2（US$9）的兩倍以上，如同晶圓代工每個新製程節點的報價高於前一代；(3)混合均價——由各層用量的組合決定。前兩者說明前緣仍握有定價權，第三者下滑則主要是低價層用量成長更快的結果。

圖 39：量往下走、錢留在頂層：Tier 1/2 占 token 21-27%、營收 59-63%



資料來源：凱基預估

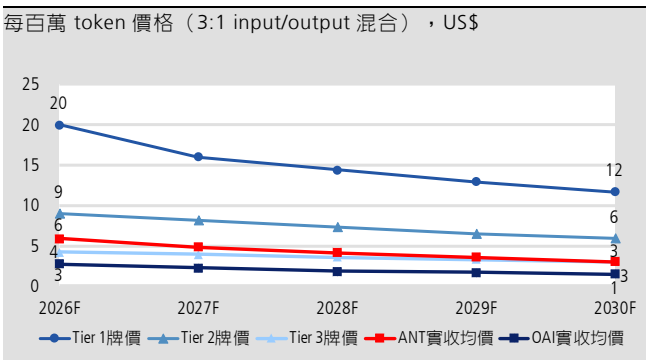
圖 40：Anthropic Tier 1 token 市佔 2026F 57%，2030F 降至 30%



資料來源：凱基預估

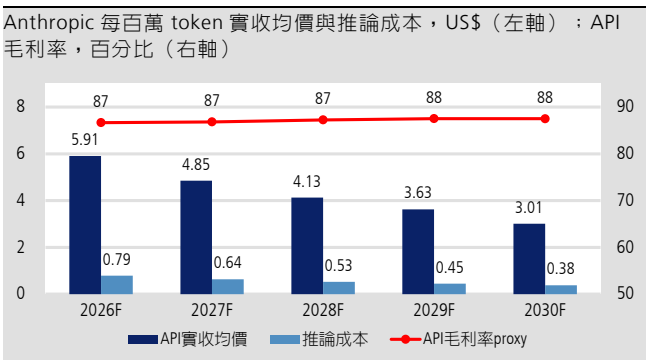
降價是用量槓桿，而非被迫讓利。ANT 認為 Opus 5.5 讓客戶成本下降約 40%的同時維持利潤率中性，且歷次降價後用量均明顯提升；Opus 4.5 於 2025 年 11 月提升能力並降價後，公司營收季增率由 4Q25 之 48%加速至 1Q26 之 132%（S-1/A）。代價同樣可見：3Q26 新模型降價與合約折扣抵銷營收約 US$600mn（約 3.5%，4Q25 僅約 US$70mn），市場轉述降價後單一客戶支出會先下滑、數週內回升。Ramp 的企業數據呈現相同型態：10 月下旬對比 9 月下旬，token 用量成長 37%、兩家混合單價下滑 27%，支出仍成長 9%。我們的模型假設 Anthropic 的實收單價與推論成本每年分別下滑 15%與 16%，API 毛利率因而持平於 87%上下，故價格下滑由成本下降吸收，並非利潤的讓渡。

圖 41：各層牌價年降 8-12%，ANT 實收均價年降 15%



資料來源：官方定價；凱基預估

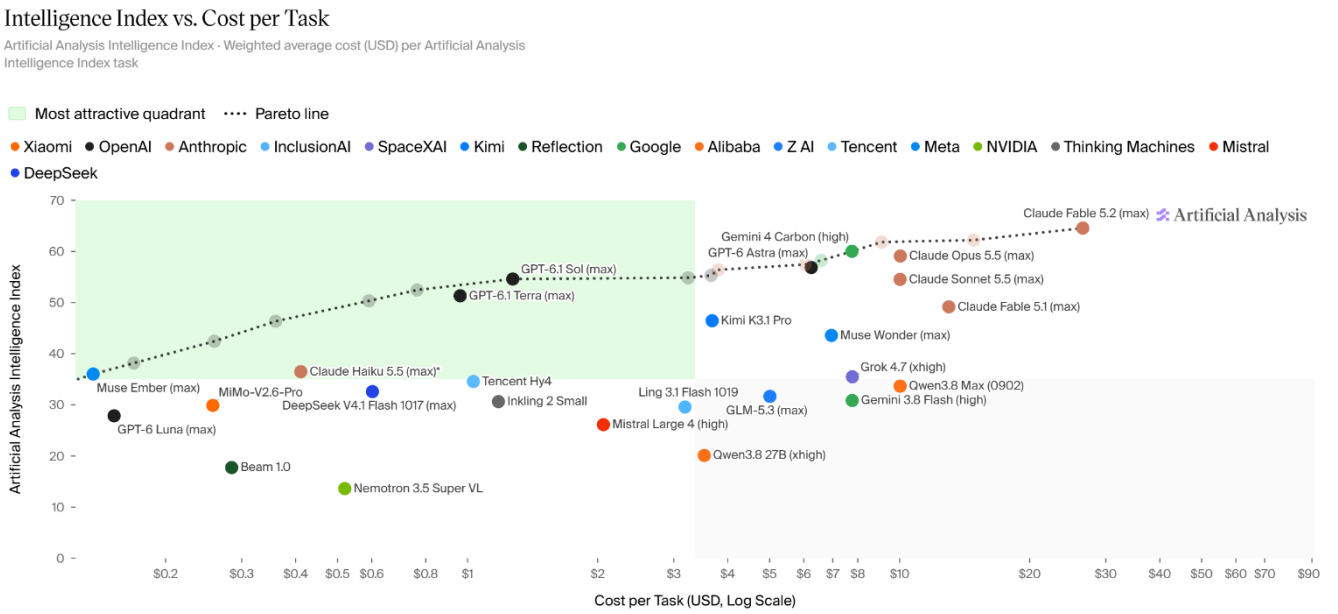
圖 42：ANT 實收均價與推論成本同速下滑，API 毛利率持平於 87%



資料來源：凱基預估

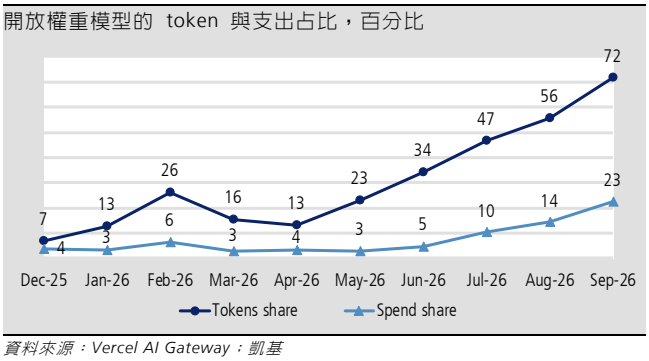
小模型與開放權重「夠用」之後，前緣還剩什麼？我們認為任務正在分層，而非被單一模型通吃。可拆解、容錯度高的工作（分類、摘要、簡單問答）會流向低價模型，這正是 Tier 5 token 占比由 22%升至 35%的原因；但長流程的 agent 任務對錯誤率極為敏感——單步成功率的些微差距，會在數十步的任務中被放大為成敗之別——企業衡量的是「每完成一項任務的成本」，而非「每 token 價格」。Artificial Analysis 的智能與每任務成本分布顯示，高智能區間仍缺乏低價替代品；Epoch AI 的資安能力指數亦顯示開放權重模型落後閉源前緣約 6-7 個月。對企業而言，6 個月的能力落差足以決定一個 agent 專案能否上線。

圖 43: Tokenmaxxing 風氣已過，企業將更重視模型的性價比



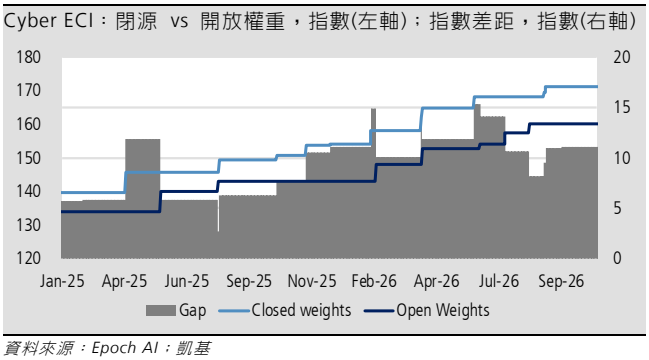
資料來源: Artificial Analysis；凱基

圖 44：開放權重占 token 72%、占支出僅 23%



資料來源：Vercel AI Gateway；凱基

圖 45：開放權重模型資安能力落後閉源前緣仍有 6-7 個月



資料來源：Epoch AI；凱基

晶圓代工類比：現在的 LLM 像 10 奈米世代的台積電

相似之處：資本強度與規模經濟。我們將 AI Labs 比照晶圓代工產業。晶圓代工靠長期維持 30-50%的資本支出／營收比來保持製程領先，領先者的毛利率隨規模擴張而提升（台積電由 2006 年之 49%升至 2026F 之 66%）；LLM 同樣是高資本強度的產業，2026F 算力成本占營收 Anthropic 為 60%、OpenAI 為 112%，2027F 兩家的算力支出分別達 US$81bn 與 US$86bn，二線業者難以負擔同等規模的訓練與推論。我們認為現階段的 LLM 產業近似 10 奈米世代的晶圓代工：客戶仍在領先者之間輪流下單、後段追兵看似不遠，但隨資本與 know-how 的差距逐年累積，中後段業者將在兩至三年內陸續掉隊。

算力合約的價差，就是後進者的門檻。依我們掌握的產業資訊，ASIC／TPU 長約的算力租金約為每 GW 每年 US$8-10bn，NVIDIA 方案約 US$10-12bn，三個月滾動的短約逾 US$20bn，隨需（on-demand）更高達 US$40bn 以上；而 AI Labs 每 GW 可創造的營收約 US$15-20bn。未能及早鎖定長約的業者，若以短約或隨需算力填補缺口，單位經濟將難以成立。Anthropic 的算力承諾總額約 US$901bn（S-1/A），9 月底流動性達 US$146.6bn；OpenAI 公開的合作規模亦屬相近量級，惟其新一輪募資目標已由 US$30bn 下修至 US$20bn（媒體報導），顯示即使是領先者，資本也非取之不盡。我們預期 2028 年前後將是競爭格局收斂的時點。

圖 46: 晶圓代工 vs. LLM：資本強度相似、轉換成本迥異

維度	晶圓代工（TSMC）	LLM（Anthropic/OpenAI）	估值含意
資本強度	capex／營收長期 30–50%	算力占營收2026F 60%／112%；2027F算力支出US$81bn／86bn	資本門檻排除二線玩家
規模經濟	良率與產能利用率決定成本曲線；GM 2006 年 49% → 2026F 66%	推論規模攤薄每token成本；Anthropic compute margin（扣全部算力）2026F 40% → 2030F 47%	領先者單位成本較低、毛利隨規模擴張
領先週期	製程世代 2–3 年，追趕者落後 1–2 個世代	SOTA 領先期 7–47 天；開放權重落後 6–7 個月	領先溢價期短，需持續投入
轉換成本	高：換廠需重新驗證與流片，週期以年計	低：API 可即時切換，企業每月 29% 換 lab	溢價需靠生態系與企業整合鎖定
定價權	先進製程獨家供應、可調漲	同級實現價 Anthropic 1.55×、OpenAI 0.95×、Google 0.55×	Base case已含均價年降約15%

資料來源：TSMC；Anthropic S-1/A；Artificial Analysis；Vercel；Epoch AI；凱基預估

關鍵差異：轉換成本低，故溢價必須靠生態系鎖定。晶圓設計定案後轉廠須重新驗證，週期以年計；LLM 則可透過 API 即時切換。因此資本與規模只能確保「留在牌桌上」，定價溢價仍須仰賴工作流程層面的鎖定——agent 流程整合、MCP 與資料連接器、最低承諾用量合約，以及客戶在雲端平台的承諾消費額度。Gemini 4 Carbon 的上市價為 Opus 5.5 折扣後價格的一半，凸顯價格壓力始終存在；惟我們的 Base case 已假設 Google 的同級實收價僅約 Anthropic 的 35%，故主要風險在市佔而非價格。

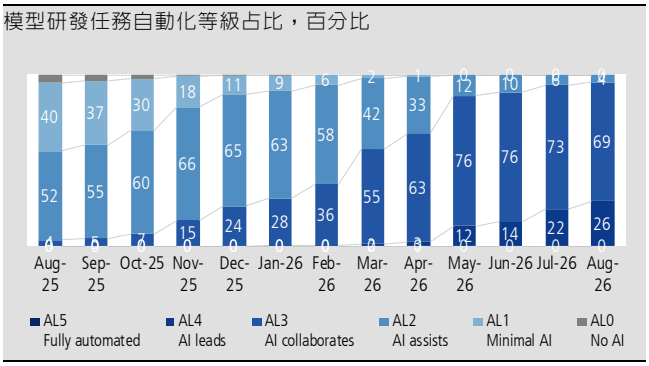
競爭分析-護城河

研發飛輪、人才與交付生態系，是前緣業者得以反覆重建領先的三道護城河。

護城河一：研發飛輪——以 AI 開發 AI

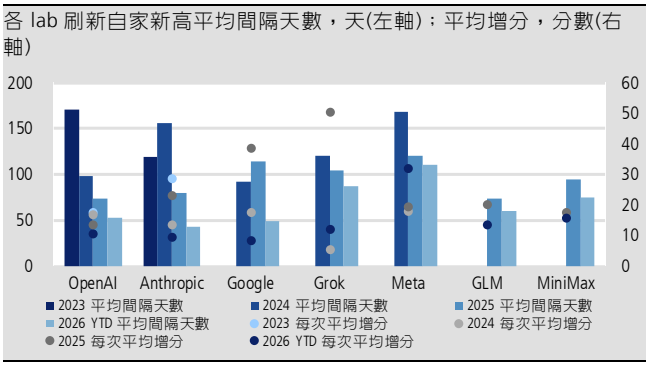
迭代速度本身成為門檻。Artificial Analysis 的統計顯示，OpenAI 刷新自家模型分數新高的平均間隔由 2023 年之 171 天縮短至 2026 年之 53 天，Anthropic 由 119 天縮至 43 天，每次增幅則收斂至約 10 分——單次領先幅度縮小、迭代頻率加快，比拚的是持續投入的能力。Anthropic 的 R&D Automation Index 顯示，由 Claude 主導的模型研發任務占比由 2026 年 3 月之 1%升至 8 月之 26%，AI 協作以上合計達 96%；S-1/A 揭露 9 月逾 90%的程式碼貢獻由 Claude 撰寫，並表示 AI 驅動的研發可能即將達到其安全政策所定義的顯著加速門檻。管理層於上市說明會亦指出，9M26 共推出約 250 項產品更新，每位工程師的程式碼產出為 2024 年的 45 倍。

圖 47：Claude 已主導 26%的 Anthropic 模型研發工作



資料來源：Anthropic R&D Automation Index；凱基

圖 48：前緣迭代間隔壓縮至~1.5 個月，每次增分收斂至~10 點

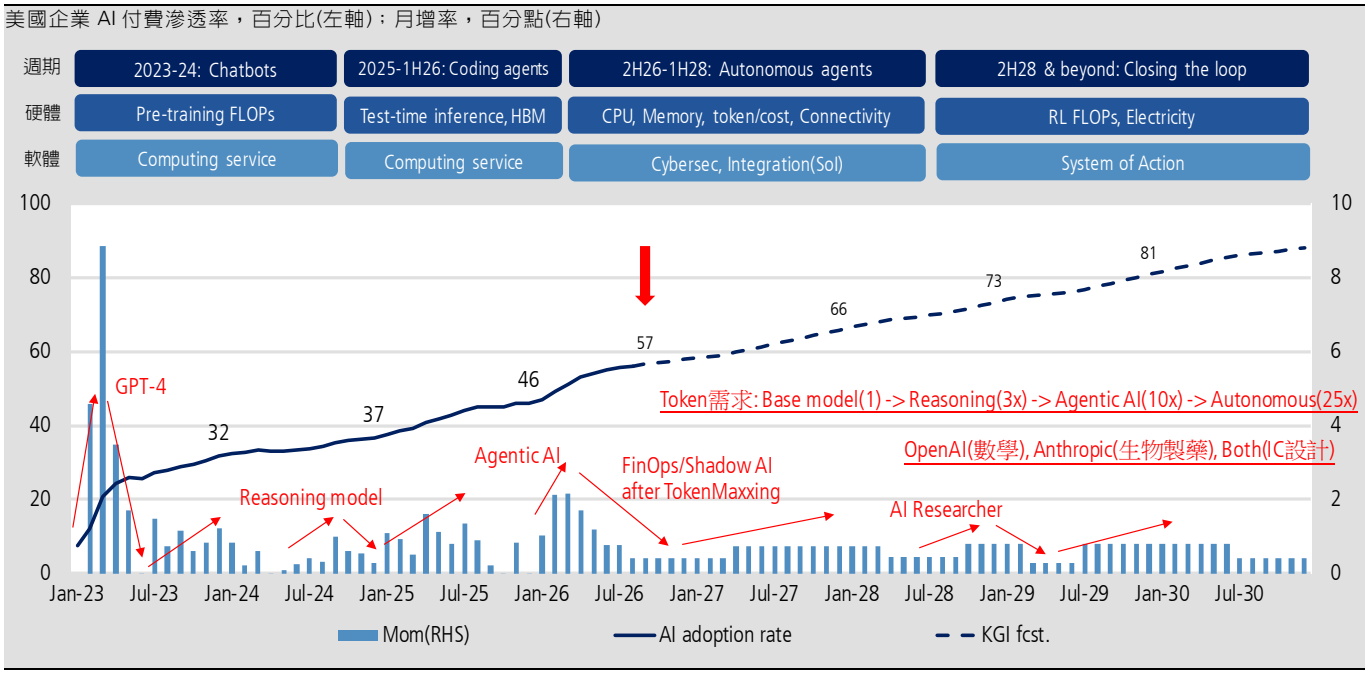


資料來源：Artificial Analysis；凱基

訓練必須持續，產業何時達到均衡？這是我們在過往投資人交流中被追問最深的問題：推論賺的錢，是否足以支付模型的持續迭代？我們的看法是，獲利不需要訓練的絕對金額下降，而是營收扣除推論與通路成本後的貢獻，成長得比訓練投入更快。以 Anthropic 為例，S-1/A 口徑的毛利率（僅扣除 serving 算力）約 85%，推論算力僅占營收的 12-14%；真正的負擔是訓練、研發與免費用戶等非 serving 算力，我們預估其占營收比重由 2027F 之 60%降至 2030F 之 41%，帶動整體算力占營收由 74%降至 53%（公司長期目標為 45-50%）。若每一代模型帶來的增量毛利不足以支付下一輪投入，這個比率將無法下降——這也是我們把「算力占營收」列為每季首要追蹤指標的原因。

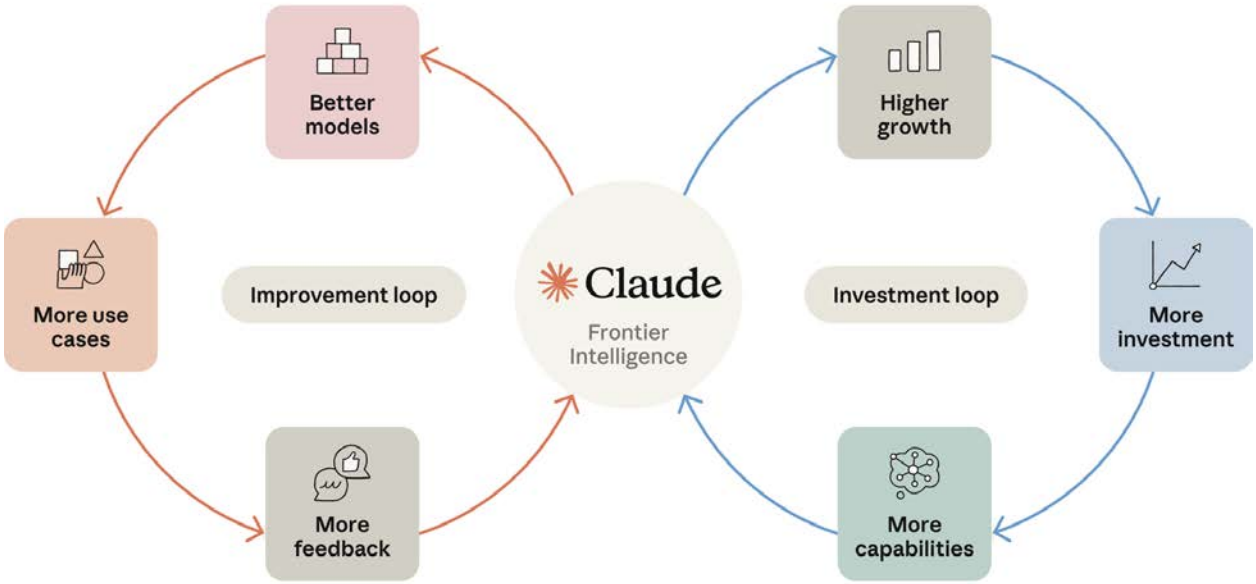
七年大週期、四個小週期。我們將 2023-30 年視為 AI 的七年大週期，並可再分為四個小週期：2023-24 年的 Chatbot、2025 年至 1H26 的 Coding agent、2H26 至 2028 年的自主型 agent，以及其後以 AI 加速科研與模型研發的「closing the loop」。目前處於第三個小週期的中段，也是企業消化前期支出的冷卻期；我們依 Ramp 的企業付費滲透率推估，美國企業 AI 付費滲透率將由目前的 56%升至 2027 年底之 66%、2029 年底之 81%，2030 年後超過九成。每一個小週期都需要更強的模型與更多的算力，這是前緣業者得以反覆重建領先的結構性原因。

圖 49: 企業 AI 付費滲透率 S 曲線：凱基預估 2027 年底 66%、2029 年底 81%，現處第三個小週期中段



資料來源：Ramp；凱基

圖 50: Anthropic 透過雙飛輪效應擺脫大衆商品化疑慮



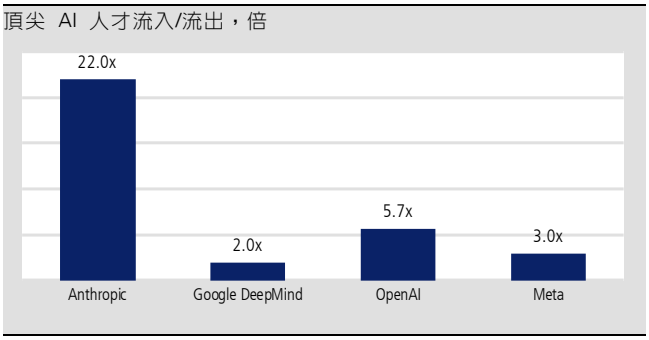
資料來源: Anthropic；凱基

護城河二：人才——淨流入 22 倍，代價是薪酬與稀釋

Zeki Data（3Q26）的頂尖 AI 人才進出比顯示 Anthropic 為 22 倍、OpenAI 為 5.7 倍，遠高於 Meta 之 3 倍與 Google DeepMind 之 2 倍；SignalFire 統計的兩年留任率為 Anthropic 80%、DeepMind 78%、OpenAI 67%、Meta 64%。代價是薪酬：Levels.fyi（2026/11）顯示 OpenAI 與 Anthropic 資深工程師的總薪酬約 US$62-71 萬，為大型科技公司同級職位的 1.4-1.7 倍。我們預估 Anthropic 2026F 股份基礎薪酬（SBC）達 US$20.1bn（含 IPO 完成時一次認列之 US$14.2bn），2027-30F 每年約 US$13-16bn，占營收比

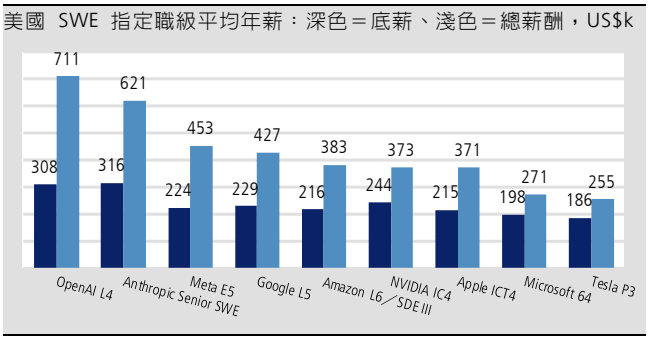
重由 2027F 之 14%降至 2030F 之 5%。人才優勢須以持續的股權稀釋支撐；公司員工數已由 2024 年底之 940 人增至 2026 年 9 月之 5,300 人，上市前後的核心人員流動，以及 365 天閉鎖期屆滿（預估 2027 年 11 月，含七位共同創辦人）後的留才，是需要追蹤的風險。

圖 51: Anthropic 頂尖 AI 人才進出比 22 倍，為同業 4-11 倍



資料來源：Zeki Data；凱基

圖 52: OpenAI／Anthropic 工程師總薪酬為大型科技 1.4–1.7 倍



資料來源：Levels.fyi；凱基

護城河三：生態系、交付能力與監理門檻

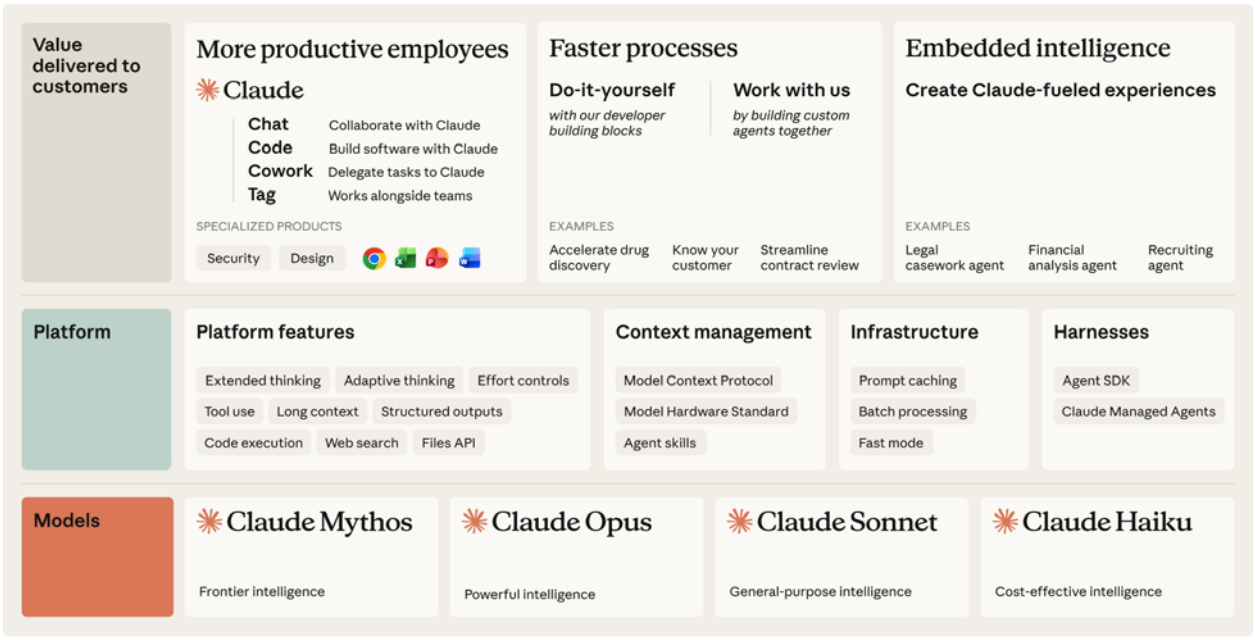
交付網絡：FDE 是入場券。企業導入 AI 的瓶頸在整合而非模型，前進部署工程師（FDE）與夥伴網絡因而成為兵家必爭之地。Microsoft 與 AWS 的多模型 FDE 團隊規模已達數千人，超過兩家 AI Labs 的自有團隊；OpenAI 以自有及控股的交付組織掌握客戶關係，Anthropic 則借力逾 4,000 家夥伴與逾 15 萬名認證人員擴大覆蓋。產業專家指出，Anthropic 的黏著度主要來自 agent 工作流程的整合、MCP 與資料連接器，以及客戶在雲端平台的承諾消費額度；銷售合約亦多採最低承諾用量的形式。

圖 53: OpenAI 透過控股交付掌握客戶關係，Anthropic 借力夥伴網絡加速市場擴張

公司	交付模式	自有交付組織	夥伴網絡與訓練	投入資本	部署控制力	KGI 判讀
OpenAI	控股型交付公司	OpenAI Deployment Company（2026-05-11 成立，OpenAI 過半控股；併 Tomoro 起步約 150 名 FDE）；另有 2024 年起的內部 FDE 團隊，人數未揭露	OpenAI Partner Network：Select／Advanced／Elite 三級；Forward Deployed Experts 計畫對接夥伴與自有團隊；目標 YE26 認證 30 萬名顧問，進度未揭露	Deployment Co >US$4bn（TPG 領投；Advent、Bain、Brookfield 參與）；Partner Network US$150mn	4	客戶合約與交付利潤自留，兩家 lab 中鎖定力最強；代價是服務毛利（併表拉低 GM）與 FDE 招募速度
Anthropic	夥伴＋外部資本代營	Applied AI（含 FDE）：與 GTM 組成 hybrid sales＋engineering，按地區／產業編組；人數未揭露（全公司約 5,300 人，2026-09-30）	Claude Partner Network（2026-03）：S-1 揭露 >4,000 家機構、>15 萬人已認證（2026-09-30；6 月官方僅 1 萬餘人）；Ode with Anthropic（2026-07-15 推出，PE 主導，主攻中型企業，約 100 名工程師）；Claude Frontier Academy（2026-10）：YE27 訓練 1 萬名客戶與夥伴工程師	Partner Network US$100mn（2026）：Frontier Academy US$100mn；Ode 約 US$1.5bn（Blackstone、H&F 為創始夥伴）	3	覆蓋最快、最省（1H26 S&M＋partnerships 占營收 19%）；代價是客戶關係分散在 SI、Ode 與 CSP（1H26 48% 營收經 CSP marketplace，通路費約 35%，KGI 推算）
Microsoft	既有合約延伸（完全自有）	Microsoft Frontier Company（2026-07-02）：6,000 名產業與工程專家（未說明新聘或內部調動）	Accenture Microsoft FDE Practice（2026-03-18，「數千名」AI 工程師）；EY 五年逾 US$1bn	US$2.5bn	4	多模型交付層（OpenAI、Anthropic 皆上架）；鎖定力歸 Microsoft，靠 M365／Azure 既有合約觸及同一批預算
AWS	多模型中立交付（完全自有）	AWS Forward Deployed Engineering（2026-06-30）：「embed thousands of experts」；延續 2023 年 US$100mn 的 GenAI Innovation Center	partner-led motion：官方明確與傳統顧問專案制切割，強調長期嵌入	US$1bn	4	Anthropic 最大通路同時是刻意不綁單一模型的中立交付者，對任何 lab 皆不形成獨占
Google Cloud	純自有擴編	FDE 職能既有，因 agentic AI 擴編：2026-05 職缺 59 個（含 12 個 Applied AI FDE）；媒體稱將聘數百名	Accenture 1,000 人 FDE workforce（Gemini Enterprise）：未見專屬認證計畫	未揭露	3	規模受招募速度限制；交付綁 Gemini，對兩家 lab 是競爭者而非通路
Palantir（對照組）	交付即產品	FDE 即產品開發方法本身；全公司 4,429 人（2025-12-31，10-K），FDE 人數未揭露	不以夥伴為主要交付路徑	—	5	唯一驗證過「FDE → 護城河」的案例：交付成果成為客戶營運系統（替換＝重做業務），但耗時 20 餘年，且靠產品化（Foundry／AIP）才有軟體毛利

資料來源：公司資料；凱基整理

圖 54: Anthropic 積極打造平台生態系拓展知識工作者商機（vs. 過往著重 Coding 領域）



資料來源: Anthropic；凱基

擋蒸餾：以短期營收換取長期差異化。Anthropic 自 2025 年 9 月起禁止中國控股實體使用 Claude，並於 2026 年 8-9 月強化偵測與執法。S-1/A 揭露，違反使用政策或商業條款的客戶約占 9M26 營收的 5-7%；需留意這是廣義的違規客戶營收，並非全數來自蒸餾或中國客戶，亦不宜機械式地自未來每季營收扣除同一比例。公司的新版 API 也不再輸出完整推理過程，以降低蒸餾誘因。短期營收因此承壓，但開放權重模型近期的追趕力道確實趨緩。

監理與資本同時墊高門檻。2026 年 6 月美國商務部對 Fable 5 與 Mythos 5 實施出口限制，兩款模型一度對所有客戶停用（S-1），顯示前緣模型已被視為戰略物資；合規、資安與安全評估能力成為新進者的額外成本，惟監理對領先者亦是雙面刃。

延伸：Commoditization 對評價與上游硬體的含意

對評價：商品化主要影響倍數，而非盈餘。在我們的情境模型中，若僅將「商品化」一題由中性改為最悲觀（其餘假設不變），Anthropic 的每股合理價值僅變動約 US$5（Base 為 US$97），遠小於「企業 AI 預算」一題的 US$61 區間；原因在於市佔流失與降價已在 Base case 之內，且價格下滑大致由成本下降吸收。商品化真正的殺傷力在評價倍數：一旦市場認定模型缺乏差異化，給予的 EV/Sales 倍數將由軟體成長股向基礎設施類股靠攏——我們的 Bear 情境即隱含倍數由 Base 之 10.2 倍降至 5.7 倍。換言之，限制 AI Labs 評價上修的並非單一風險，而是市場需要看到「前緣溢價可持續」的證據：Tier 1 市佔、同級價差與算力占營收三項指標的穩定。

對上游硬體：風險不在商品化，而在變現能否支撐承諾。多位投資人曾追問：若模型終將商品化，對算力與硬體供應商是利多還是利空？我們認為需拆開「單位任務成本」與「總採購金額」：降價若來自推論效率、利用率或 ASIC 占比的提升，會刺激 token 用量、擴大算力總需求；只有當付費需求的成長不足以抵銷單位成本下降時，硬體營收才會受損。依我們的容量模型，兩家 AI Labs 合計占 AMZN／MSFT／GOOGL／ORCL 年底容量的比重，2028F 約為 20／21／10／61%（若以未履約訂單衡量比重更高，惟兩者分母與期間不同，不可互換）。受惠程度上我們偏好 ASIC 供應鏈與雲端平台，以短約與租賃為主的業者風險較高。

2028 年的「高峰」指的是什麼，股價是否應更早反映？我們預估 CSP 淨新增容量在 2026-28F 分別為 17／24／27GW，2028 年為高峰，2029-30F 資本支出年增率降至 5%以下。需先界定的是，這裡的高峰指 CSP 的淨新增容量與資本支出年增率，而非資本支出金額或供應商的獲利，且屬目前合約、融資與交付條件下的推估——已簽訂的算力合約反映的是已承諾的需求，並非市場需求的上限。若後續擴產由 CSP 自建轉為 AI Labs 或 neocloud 承接，採購與融資的主體改變，不必然代表硬體總需求下降。因此硬體類股能否延續表現，取決於這條路徑是否持續被上修：我們觀察 AI Labs 的新簽約量（Anthropic 於 9 月底後六週內再簽約 US$106bn 的算力承諾）、容量交付進度，以及終端變現能否跟上。

Commoditization 的觀察指標

我們對「前緣業者仍取得主要經濟價值」的判斷，將依下列指標檢驗：

- Anthropic Tier 1 token 市佔 2027F 跌破 39%（凱基預估 42%），或 SOTA 領先天數占比連續兩季低於 30%：前緣地位鬆動，將下修市佔與同級溢價假設。
- 實收均價的年降幅較推論成本降幅多出 5ppts 以上、且連續兩年：代表降價開始由利潤吸收，將下修 API 毛利率。
- 降價與折扣對營收的抵銷幅度（3Q26 約 3.5%）持續擴大：顯示價格競爭升溫。
- 開放權重模型的支出占比（Vercel 口徑，目前 23%）明顯上升：代表高價值任務開始外流。
- 算力占營收未能自 2027F 之 74%回落：代表每代模型的增量毛利不足以支付下一輪訓練投入。

獲利分析-利潤率

adj. OPM 2026F 10% → 2027F 1% → 2030F 27%，擴張始於 2028 年；差距主要來自算力。

凱基預估重點：adj. OPM 2026F 10% → 2027F 1% → 2030F 27%，擴張始於 2028 年

獲利已轉正，但利潤率擴張要等到 2028 年。我們預估 Anthropic adj. OPM 由 2026F 之 9.6%降至 2027F 之 0.6%，2028F 回升至 13.6%、2030F 達 27.2%；經濟 FCF（營業現金流扣除非算力資本支出與 TPU 融資租賃本金）2026-30F 累計 US$142bn，FCF margin 由 2026F 之 14%降至 2027F 之 3%，2030F 升至 22%。OpenAI 因算力強度較高，adj. OPM 至 2030F 才轉正（9.5%），同期經濟 FCF 累計為−US$301bn。兩家的差距主要來自算力：2026F 算力成本占營收 Anthropic 為 60%、OpenAI 為 112%，2030F 仍為 53% vs. 67%。

三個口徑的利潤率要分開看。(1)S-1 的毛利率為 85.5%（9M26），成本僅含服務付費客戶的推論（serving）算力；(2)公司口徑的 compute margin（1 − 全部算力成本 ÷ 營收）9M26 為 43%，把訓練、研發與免費用戶的算力一併計入；(3)再扣除銷售行銷與通路費、人事與其他費用後，adj. OPM 9M26 為 12%（2Q26 為 19.3%、3Q26 為 14.5%）。媒體揭露管理層於上市說明會提出的長期模型為：算力與基礎設施占營收 45-50%、銷售行銷與夥伴費用 7-10%、人事與其他 7-10%，對應 adj. OPM 35%以上，惟未給達成時點；凱基 2030F 的對應數字為 53%、12%與 8%。短期季度數字並無公司正式指引，本報告所列均為凱基依 S-1/A 合約條款所做的推估。

圖 55：凱基預估 adj. OPM 2030F：Anthropic 27% vs. OpenAI 9%；OpenAI 經濟 FCF 2030F 才轉正

項目	公司	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2027-30F CAGR／Δ	公司長期
① 營收與獲利（US$bn；% = 占營收）：Anthropic 2026 起 adj. 轉正、OpenAI 2030F 才轉正									
營收	Anthropic	5	53	110	184	245	293	39%	
Compute margin（1 − 算力 ÷ 營收；公司口徑）	Anthropic	-60%	40%	26%	37%	43%	47%	+21ppts	50–55
Adj. 營業利益率	Anthropic	-106%	10%	1%	14%	21%	27%	+27ppts	≥35
經濟 FCF（US$bn）	Anthropic	(3)	7	3	22	45	65		
Capex incl. finance leases（US$bn）	Anthropic	0.1	5	90	76	48	50		
經濟 FCF margin	Anthropic	-60%	14%	3%	12%	18%	22%	+19ppts	
營收	OpenAI	13	36	79	150	247	352	65%	
Compute margin（同 Anthropic 口徑）	OpenAI	-21%	-12%	-9%	2%	20%	33%	+42ppts	
Adj. 營業利益率	OpenAI	-114%	-88%	-63%	-44%	-12%	9%	+72ppts	
經濟 FCF（US$bn）	OpenAI	(16)	(31)	(93)	(123)	(66)	12		
Capex＋partner upfront（US$bn）	OpenAI	3	14	74	123	140	150		
經濟 FCF margin	OpenAI	-124%	-86%	-118%	-82%	-27%	4%	+121ppts	
② 成本結構（占營收 %）：差距主要在算力強度——OpenAI 2030F 仍高出 Anthropic 14ppts									
算力（compute & infrastructure）	Anthropic	160%	60%	74%	63%	57%	53%	-21ppts	45–50
	OpenAI	121%	112%	109%	98%	80%	67%	-42ppts	
算力：年底 energized GW（year-end）	Anthropic	1.1	4.2	9.7	15.3	17.4	19.4	26%	
	OpenAI	1.9	4.8	10.5	17.5	23.0	26.5	36%	
算力：自建占年底 GW（%）	Anthropic	–	3%	35%	39%	43%	46%	+11ppts	
	OpenAI	4%	6%	14%	20%	24%	28%	+14ppts	
銷售、行銷與夥伴	Anthropic	12%	16%	15%	14%	13%	12%	-3ppts	7–10
	OpenAI	36%	37%	31%	26%	17%	10%	-22ppts	
其中：通路費／MSFT 分潤	Anthropic	8%	14%	13%	11%	10%	9%	-3ppts	
	OpenAI	–	10%	10%	10%	5%	–	-10ppts	

資料來源：公司資料；凱基預估

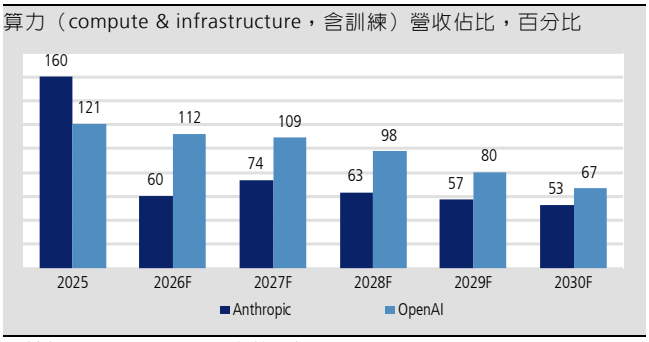
價格下滑，利潤率為何還能改善？答案在成本結構而非價差。我們預估 Anthropic 每百萬 token 的實收均價與推論成本在 2027-30F 每年分別下滑 15%與 16%，API 毛利率持平於 87%上下；推論算力占營收僅 12-14%，並非利潤率的決定因素。利潤率擴張來自三處：(1)訓練、研發與免費用戶

等非 serving 算力占營收的比重，由 2027F 之 60%降至 2030F 之 41%；(2)通路費占營收由 13%降至 9%；(3)人事與管理費用的營運槓桿。反過來說，若每代模型所需的訓練投入成長得比營收更快，利潤率擴張的時點就會遞延。

各產品線的獲利排序。S-1 僅揭露單一營運部門，以下為凱基的成本分攤而非公司數字。毛利層級訂閱與用量相近（約 85-87%），差別在其後的費用：用量制需負擔相當於其營收 16%的 CSP 通路費，個人訂閱需負擔免費用戶的算力，企業席次則兩者皆無，故獲利能力排序為企業席次 > 個人訂閱 > API，這也是公司積極推動 Enterprise 方案與自有通路的原因。與 OpenAI 的毛利差距則主要來自免費用戶規模（ChatGPT 逾 11 億名免費用戶 vs. Claude 約 2 億）與消費端占比；我們預估兩家的算力強度差距將由 2026F 之 52ppts 收斂至 2030F 之 14ppts，但不會消失。

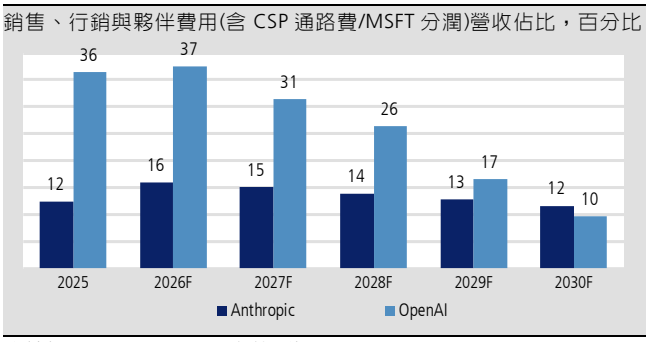
Agent 用量增加，會不會反而侵蝕獲利？關鍵在計價方式。在用量制下，agent 多輪推理與工具調用所消耗的 token 全數計費，用量越高、營收與毛利同步增加（API 毛利率約 87%）；在訂閱制下，方案內含的用量則是成本，重度使用者可能使單一席次虧損，這正是兩家 AI Labs 近期收緊訂閱方案的用量上限、並推出每月 US$100-200 以上高階方案的原因。對 Anthropic 而言，約八成營收來自用量制，agent 滲透對獲利的淨效果為正；風險較高的是以固定月費提供全天候自主型 agent 的消費端產品，產業專家估計其背景運算約占 token 消耗的六成，若定價未能反映用量，將出現用量成長快於營收的情況。

圖 56：算力占營收 2030F：Anthropic 53% vs. OpenAI 67%



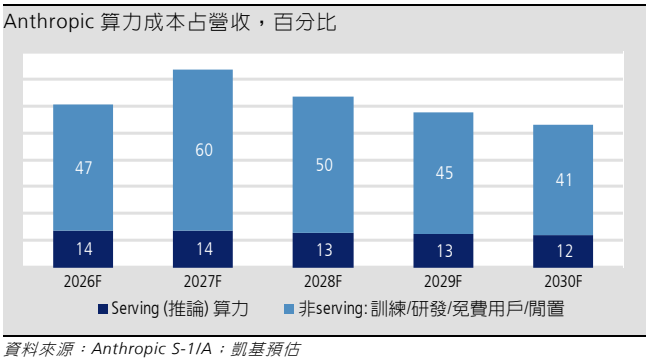
資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 57：S&M＋通路費率：Anthropic 2030F 12%，OpenAI 降至 10%



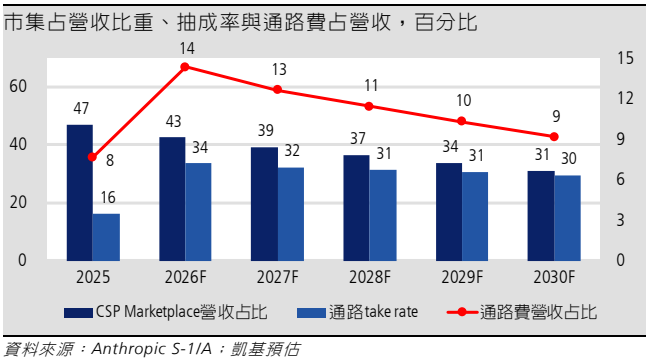
資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 58：推論算力僅占營收 12-14%，負擔在訓練與研發算力



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 59：通路費占營收 2026F 14%為高點，2030F 降至 9%



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

獲利分析-算力成本

US$901bn 承諾決定成本下限、交付節奏決定上限；自有 TPU 占年底容量 2030F 達 46%。

算力成本（一）：下限由合約決定，上限由交付決定

US$901bn 承諾的結構。S-1/A 揭露的算力相關承諾總額約 US$901bn（至 2045 年），其中約 US$452bn 預計於 2030 年底前發生、US$71bn 於未來 12 個月內到期，US$186bn 附帶終止權或先決條件。具名合約中，Google（≥US$121bn）、Amazon（≥US$110bn）與 Microsoft（≥US$47bn）均為不論用量皆須支付的最低承諾，Broadcom TPU 為五年期不可解約的融資租賃（US$161bn），四者合計占具名合約 US$646bn 的 68%；彈性最大的是 SpaceXAI（上限 US$120.5bn），不可取消期於 2027 年 1 月與 3 月屆滿後，雙方得提前 90 天通知解約。此外尚有未計入總額的 Google 追加 TPU（US$125-150bn，2028-31 年）與 AMD（逾 US$20bn）。

圖 60：S-1/A 算力承諾約 US$901bn：三大雲＋Broadcom 為主體，US$186bn 附終止權或先決條件

合約／項目	US$bn	性質	期間	條件、退出機制與重複計算限制
Google（GCP／TPU代管）	≥121.3	最低支出承諾	2026/04–2033/07	不論用量均須支付；未達最低額須補足
Amazon（AWS）	≥110.0	最低支出承諾	2026/05–2036/04	不論用量均須支付；未達最低額須補足
Microsoft（Azure）	≥47.2	最低支出承諾	2026/11–2033/06	上限US$49.2bn
Broadcom（TPU租約）	161.2	融資租賃	各期5年	租期內不可解約；由母公司保證
SpaceXAI	≤120.5	上限	至2029	滿載約US$3.1bn／月；不可取消期至2027/1、3月，其後90天通知可解約
Nscale	≤44.6	上限	至2033	交付驗收後起算
Lambda	41.3	約數	至2034	其中2026/8簽訂之US$34.9bn合約可終止
具名合約合計	**646.1**			**三大雲≥278.5＋Broadcom 161.2，占68%**
S-1/A承諾總額	**900.9**		**至2045**	**約451.6於2030年底前發生；70.7於未來12個月到期；186.2附終止權或先決條件**
未計入：Google追加TPU	125–150	公司估計	2028–31	尚無固定金額
未計入：AMD	>20	公司估計	2027起	依GPU交付里程碑

資料來源：Anthropic S-1/A；凱基整理

投資人常問：承諾持續增加，利潤率是否更難改善？我們的處理方式是把合約拆成下限與上限。下限為不可取消的最低支付額，2027F 約 US$55bn、2030F 約 US$78bn；上限為全部合約如期交付，2027F 約 US$95bn。其中 SpaceXAI 短約在不可取消期屆滿後可解約，凱基假設 2027F 保留五成（2028F 為 25%、2029F 不再保留），扣除未保留的部分後上限為 US$84bn。凱基 Base case 落在下限至此一上限區間的九成位置（2030F 為 94%），即 2027F 之 US$81bn、2030F 之 US$155bn，對應算力占營收 74%與 53%。換言之，承諾增加並不必然推高成本率，關鍵在營收是否跟得上交付：各情境對 2027F 利潤率的影響（adj. OPM 區間−12%至 24%）於投資風險一節說明。算力成本每增減 US$1bn，約影響 2027F adj. OPM 0.9ppts。便宜的長約同時是成本優勢與固定承諾，不宜單向解讀為護城河。

圖 61：算力成本 2027F：下限 US$55bn（不可取消）～上限 US$95bn，凱基 Base 為 US$81bn

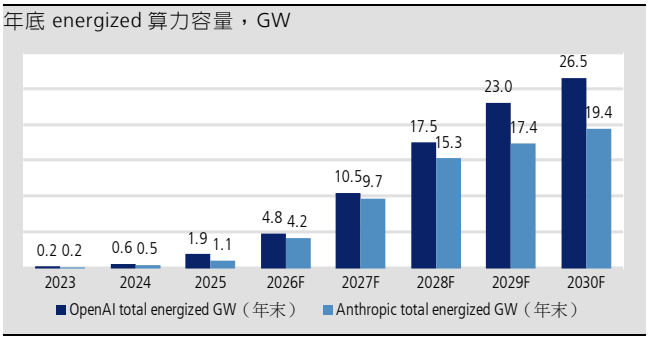
① 下限 → 上限 → KGI base：base ＝ 下限 ＋ λ ×（上限扣未保留的 SpaceXAI 短約 − 下限）；算力強度與 adj. OPM 為輸出							
項目	**單位**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**	**2030F**	**Σ 27–30F**
下限：不可取消合約（②）	US$bn	25	55	67	78	78	278
上限：如期全數交付（③；含 SpaceXAI 至 2029）	US$bn		95	150	181	160	586
− SpaceXAI 短約未保留（保留 50／25／0%）	US$bn		(11)	(28)	(33)	–	(72)
上限（扣未保留的 SpaceXAI 短約）	US$bn		**84**	**123**	**147**	**160**	514
λ：base 在下限 → 上限（扣未保留短約）的位置	%		90%	90%	90%	94%	
KGI base compute & infrastructure	US$bn	**32**	**81**	**117**	**141**	**155**	**494**
算力強度：下限	%		50%	36%	32%	27%	
算力強度：KGI base（輸出）	%	**60%**	**74%**	**63%**	**57%**	**53%**	
算力強度：上限（扣未保留短約）	%		76%	67%	60%	55%	
Adj. OPM：算力在下限	%		24%	41%	47%	54%	
Adj. OPM：KGI base	%	**10%**	**1%**	**14%**	**21%**	**27%**	
Adj. OPM：算力在上限（扣未保留短約）	%		-2%	11%	18%	25%	
Adj. OPM：算力在上限（含 SpaceXAI 至 2029）	%		-12%	-5%	5%	25%	
② 下限的供應商組成：S-1/A 不可取消、有固定或最低金額的合約（US$bn；P&L 費用口徑）							
供應商（合約條件）	**單位**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**	**2030F**	**Σ 27–30F**
Microsoft／Azure	US$bn	1	7	7	7	7	28
Google CSP hosting	US$bn	6	14	18	18	18	68
Amazon／AWS	US$bn	5	9	12	12	12	44
SpaceXAI（不可取消期）	US$bn	13	16	–	–	–	16
Nscale	US$bn	–	–	4	8	8	20
Lambda	US$bn	–	0	1	1	1	3
Broadcom TPU：ROU 攤銷（finance lease）	US$bn	0	9	25	32	32	99
下限合計	US$bn	**25**	**55**	**67**	**78**	**78**	**278**
對照：S-1/A 9/30 合約義務表	US$bn	5	29	44	48	45	166
差異：下限 − 合約義務表	US$bn	20	26	22	30	33	111
③ 上限：全部合約如期交付——每家 MAX(41 期間平均 GW × 40 單價, 合約下限)（US$bn）							
供應商	**單位**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**	**2030F**	**Σ 27–30F**
AWS（Trainium＋NVDA）	US$bn		15	24	29	33	101
GCP hosted TPU（含 2028F 追加 TPU）	US$bn		14	20	26	25	84
Azure	US$bn		7	9	10	10	37
SpaceXAI（≤120.5bn；~3.1bn／月至 2029）	US$bn		37	37	33	–	108
Neocloud（Nscale＋Lambda 全數交付）	US$bn		3	12	18	18	51
Self-build TPU（已簽 ＋ 2029–30F Direct 增量）	US$bn		16	43	59	69	188
AMD Helios（initial tranche CY2027）	US$bn		2	5	5	5	17
上限合計（含 SpaceXAI 至 2029）	US$bn		**95**	**150**	**181**	**160**	**586**
− SpaceXAI 短約未保留（保留 50／25／0%）	US$bn		(11)	(28)	(33)	–	(72)
上限（扣未保留的 SpaceXAI 短約）	US$bn		**84**	**123**	**147**	**160**	514

資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

算力成本（二）：GW、單位經濟與 Anthropic Direct

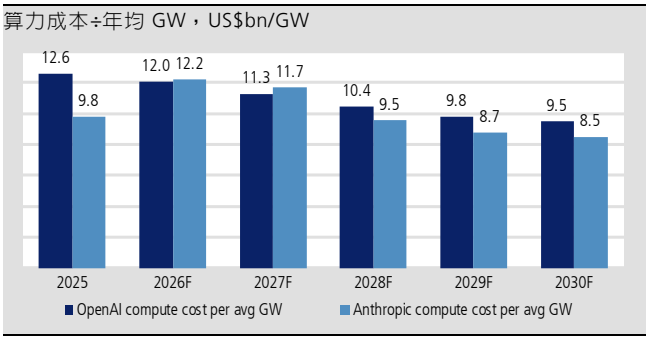
容量路徑：2027F 年底 9.7GW、2030F 19.4GW。我們預估 Anthropic 年底已啓用（energized）容量由 2025 年之 1.1GW 增至 2026F 之 4.2GW、2027F 之 9.7GW、2030F 之 19.4GW；OpenAI 則由 1.9GW 增至 26.5GW。每 GW 的年化算力成本，Anthropic 由 2026F 之 US$12.2bn 降至 2030F 之 US$8.5bn，OpenAI 由 US$12.0bn 降至 US$9.5bn；每 GW 營收 Anthropic 由 2026F 之 US$20bn 降至 2030F 之 US$16bn，仍為每 GW 成本的近兩倍。對照之下，雲端業者向 AI Labs 收取的 NVIDIA 算力代管費率約每 GW 每年 US$10-12bn，AWS 每 GW 容量的雲端營收約 US$8-11bn——AI Labs 的單位營收較高，但資本報酬仍低於房東：我們估算 Anthropic 的容量 ROIC 至 2028F 僅 5.3%，低於 AWS 之 13%與四大 CSP 合計之 23%。

圖 62：年底算力 2030F：OpenAI 26.5GW、Anthropic 19.4GW



資料來源：凱基預估

圖 63：每 GW 年成本 2026F → 2030F：OpenAI 12.0 → 9.5、Anthropic 12.2 → 8.5

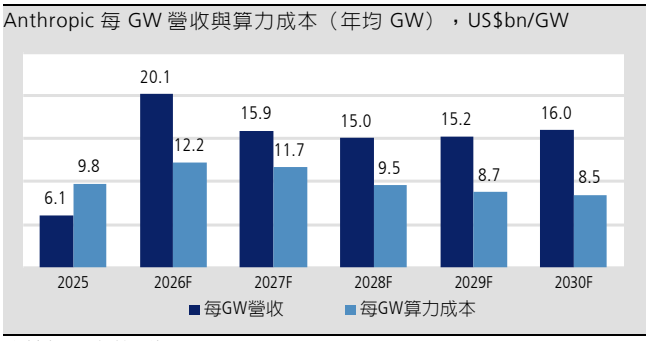


資料來源：凱基預估

Fungible pool：把四種晶片當成一個資源池。管理層於 S-1 強調，公司同時使用四個晶片家族（Google TPU、AWS Trainium、NVIDIA GPU 與 AMD GPU），並將其視為單一、可互換的算力池調度；其中 AMD GPU 的移植由模型在三天內完成近乎全部 kernel 的改寫。這項能力的財務意義有二：其一，議價時不受單一供應商牽制，可依每 token 成本在不同晶片間配置負載；其二，NVIDIA 的鎖定優勢主要在 CUDA 生態與針對各模型手動調校的 kernel，一旦 kernel 的移植與最佳化可由 AI 自動完成，轉向 ASIC 的軟體成本大幅下降，這是 AI Labs 擴大自研與自建的前提。

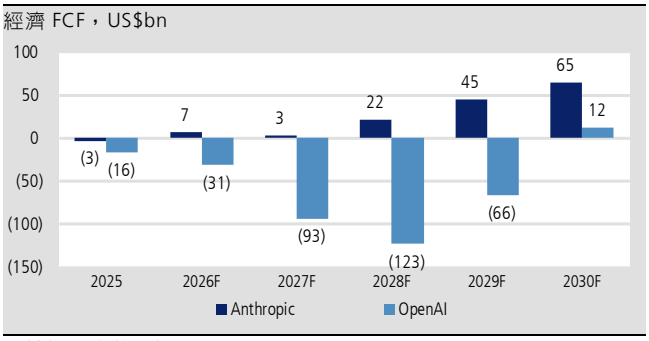
Anthropic Direct：由租雲端轉向自己租晶片。公司正由單純向雲端業者採購算力，轉向直接租賃晶片並託管於專屬資料中心的混合模式（S-1 稱為 Anthropic Direct）。我們預估自有 TPU 占年底容量的比重由 2026F 之 3%（0.1GW）升至 2027F 之 35%（3.4GW）、2030F 之 46%，AWS 與 GCP 的合計比重則由 2026F 之 49%降至 2030F 之 41%。Direct 模式省去雲端業者的加價，是每 GW 成本下降的主因；代價是資本強度與財務槓桿：TPU 租約屬融資租賃、起租即入表，我們預估含融資租賃的資本支出於 2027F 跳升至 US$90bn（占營收 82%），融資租賃負債於 2027 年底達 US$80bn。因此我們同時追蹤兩種 FCF：經濟 FCF（扣除租賃本金償還）2027F 為+US$3bn；若改以起租金額視為資本支出，2027F 為−US$74bn、2029F 才轉正。

圖 64：Anthropic 每 GW 營收為每 GW 算力成本的 1.4-1.9 倍



資料來源：凱基預估

圖 65：經濟 FCF：Anthropic 2026F 轉正，OpenAI 2030F 才轉正



資料來源：凱基預估

下一步：以 AI 縮短晶片設計週期。一顆 ASIC 由設計到部署約需兩年（設計 9 個月、晶圓製造 6 個月、封測 3 個月、部署 3 個月），而模型約每一個半月迭代一次，晶片難以針對兩年後的模型最佳化。據我們了解，AI Labs 正嘗試以 AI 將前段設計時程由 9 個月壓縮至 3 個月；若成功，自研 ASIC 的每 token 成本優勢將進一步擴大，我們預期管理層將開始強調 AI 在晶片設計前段的助益。OpenAI 方面，其與 Broadcom 共同設計的自研晶片預計 2027 年起量產，我們預估自建占其年底容量的比重由 2026F 之 6% 升至 2030F 之 28%。

圖 66：兩家年底容量 2027F 20GW → 2030F 46GW；Anthropic 自有 TPU 占比 2027F 升至 35%

① 年末 GW（存量）與年增（增量）							
項目	單位	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Anthropic 年末 GW	GW	**1**	**4**	**10**	**15**	**17**	**19**
年增	GW	+1	+3	+5	+6	+2	+2
OpenAI 年末 GW	GW	**2**	**5**	**11**	**18**	**23**	**27**
年增	GW	+1	+3	+6	+7	+6	+4
兩家合計年末 GW	GW	**3**	**9**	**20**	**33**	**40**	**46**
年增	GW	+2	+6	+11	+13	+8	+6
② 供應商占年末 GW（%）：Anthropic 由 AWS／GCP 轉向 TPU 自有；OpenAI 由 Azure 轉向 OCI／AWS／自建；SPCX 短約 2027F／28F 保留 50／25%							
項目	單位	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Anthropic（% of 年末 GW）							
AMZN（AWS）	%	76%	24%	27%	23%	26%	26%
GOOGL（GCP）	%	24%	26%	16%	20%	17%	16%
MSFT（Azure）	%	–	5%	7%	7%	6%	5%
ORCL（OCI）	%	–	–	–	–	–	–
SPCX（SpaceX AI）	%	–	42%	9%	3%	–	–
Neocloud（CoreWeave、Nscale、Lambda…）	%	–	–	5%	9%	8%	7%
Self-build（TPU／ASIC finance lease、自建）	%	–	3%	35%	39%	43%	46%
OpenAI（% of 年末 GW）							
AMZN（AWS）	%	–	10%	19%	20%	22%	19%
GOOGL（GCP）	%	1%	–	–	–	–	–
MSFT（Azure）	%	76%	48%	29%	20%	15%	13%
ORCL（OCI）	%	11%	25%	29%	31%	33%	34%
SPCX（SpaceX AI）	%	–	–	–	–	–	–
Neocloud（CoreWeave、Nscale、Lambda…）	%	8%	10%	10%	9%	7%	6%
Self-build（TPU／ASIC finance lease、自建）	%	4%	6%	14%	20%	24%	28%
兩家合計（% of 年末 GW）							
AMZN（AWS）	%	27%	17%	23%	21%	24%	22%
GOOGL（GCP）	%	9%	12%	8%	9%	7%	7%
MSFT（Azure）	%	49%	28%	18%	14%	11%	10%
ORCL（OCI）	%	7%	13%	15%	17%	19%	20%
SPCX（SpaceX AI）	%	–	20%	4%	1%	–	–
Neocloud（CoreWeave、Nscale、Lambda…）	%	5%	6%	7%	9%	7%	6%
Self-build（TPU／ASIC finance lease、自建）	%	3%	5%	24%	29%	32%	36%
③ CSP 年末容量（GW）與兩家 lab 占比：ORCL 對 OpenAI 的集中度最高							
項目	單位	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
兩家合計占該 CSP 容量（%）							
AMZN	%	6%	8%	18%	20%	23%	20%
MSFT	%	18%	21%	23%	21%	17%	14%
GOOGL	%	4%	10%	8%	10%	8%	6%
ORCL	%	10%	30%	46%	61%	67%	68%
SPCX	%	–	90%	23%	8%	–	–

資料來源：凱基預估

渠道成本：被低估的利潤率槓桿

通路費已過高峰。Anthropic 約四成營收經由 AWS、Google 與 Microsoft 的雲端市集（marketplace）銷售，公司以總額認列營收，再將支付給雲端業者的費用列於銷售行銷與夥伴費用。我們依 S-1/A 推算，市集營收占比由 2Q26 之 48%降至 3Q26 之 40%，有效抽成率（通路費 ÷ 市集營收）由 1Q26 之 40%降至 3Q26 之約 33%，通路費占營收因而由 19%降至 13%。背後有兩個結構性因素：訂閱與直售的比重上升，以及客戶黏著度提高後公司在通路條款上的議價力改善。我們的 Base case 假設市集占比由 2026F 之 43%逐年降至 2030F 之 31%、抽成率由 34%降至 30%，通路費占營收由 14%降至 9%；產業專家亦指出，公司內部預期市集占比將於 2028 年降至約三成。

敏感度與各通路的經濟效益。以 2027F 而言，市集占比每增減 5ppts，adj. OPM 變動約 1.6ppts；抽成率每增減 2.5ppts，變動約 1ppts；若抽成率回到 1H26 之 36%、市集占比回升至 44%，2027F adj. OPM 將由 0.6%降至 −2.5%。至於各通路的排序，S-1 並未揭露個別條款；產業專家的說法是扣除平台費用後，經由 Google 銷售時 Anthropic 可保留約七成、經由 AWS 約五成，直售則無抽成，故獲利排序為直售 > Google > AWS。惟通路名稱不等於獲利高低：雲端業者同時是公司的算力供應商、股東與競爭者，分潤、算力價格與承諾消費額度往往一併談定，重新議價的空間需與算力條件合併評估。對 AMZN 與 GOOGL 而言，市集抽成縮水的影響有限，其算力租金與持股收益不受影響。

圖 67：通路費 2027F US$13.8bn＝營收 12.6%（市集占比 39% × 抽成率 32%）；占比每±5ppts 影響 adj. OPM 約 1.6ppts

① 季度：marketplace 占營收由 2Q26 48% 降到 3Q26 40.2%（直售增加），通路費 ÷ 營收由 1Q26 19.2% 降到 13.1%；4Q26F 沿用 3Q26，2027F 起逐季下滑

項目	單位	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
營收	US$bn	4.7	11.6	17.0	20.1	22.3	25.6	29.2	32.7
CSP marketplace 占營收	%	48%	48%	40%	40%	41%	40%	39%	38%
通路 take（effective = 通路費 ÷ marketplace 營收）	%	40%	34%	33%	33%	33%	33%	32%	32%
通路費	US$bn	**0.9**	**1.9**	**2.2**	**2.6**	**2.9**	**3.3**	**3.6**	**4.0**
通路費 ÷ 營收	%	**19%**	**16%**	**13%**	**13%**	**13%**	**13%**	**12%**	**12%**

② 年度（2025 實績；2026F–2030F KGI）：2027F 起占比與 take 逐年下滑

項目	單位	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Δ 30F–27
營收	US$bn	5	53	110	184	245	293	
用量制（API 等）÷ 營收	%	83%	79%	78%	79%	79%	77%	-1ppts
CSP marketplace 占營收	%	47%	43%	39%	37%	34%	31%	-8ppts
通路 take（effective = 通路費 ÷ marketplace 營收）	%	16%	34%	32%	31%	31%	30%	-3ppts
通路費	US$bn	**0**	**8**	**14**	**21**	**25**	**27**	
通路費 ÷ 營收	%	**8%**	**14%**	**13%**	**11%**	**10%**	**9%**	-3ppts
通路費 ÷ 用量制營收	%	9%	18%	16%	14%	13%	12%	-4ppts

③ 2027F 敏感度：marketplace 占營收（列）× take（欄）→ 通路費 ÷ 營收（%）與 Δ adj. OPM vs KGI（ppts；正 = 有利）

marketplace ＼ take	單位	27%	30%	32%	35%	37%
29%	% of 營收	8%	9%	9%	10%	11%
34%	% of 營收	9%	10%	11%	12%	13%
39%	% of 營收	11%	12%	13%	14%	15%
44%	% of 營收	12%	13%	14%	15%	16%
49%	% of 營收	13%	15%	16%	17%	18%
Δ adj. OPM vs KGI（ppts；同一格狀）						
29%	ppts	+4.7ppts	+4.0ppts	+3.2ppts	+2.5ppts	+1.8ppts
34%	ppts	+3.3ppts	+2.5ppts	+1.6ppts	+0.8ppts	-0.1ppts
39%	ppts	+2.0ppts	+1.0ppts	+0.0ppts	-1.0ppts	-2.0ppts
44%	ppts	+0.6ppts	-0.5ppts	-1.6ppts	-2.7ppts	-3.8ppts
49%	ppts	-0.8ppts	-2.0ppts	-3.2ppts	-4.5ppts	-5.7ppts

資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

獲利分析-通路與 SBC

市集占比與抽成率下滑，通路費占營收由 14%降至 9%；SBC 使 GAAP 營業利益至 2028F 才轉正。

GAAP 與 adj.的差距：SBC 與捐贈

軟體公司慣以 adj. OPM 衡量獲利，但 Anthropic 的 GAAP 與 adj.差距在上市初期特別大，來源有二。其一是 SBC：上市前授予的 RSU 須待 IPO 條件成立後才開始認列，S-1/A 第二次修正版揭露，IPO 完成時將一次認列累計費用約 US$14.2bn（含至上市日的服務期間與獎勵條件修改後的重估；若以 9 月底為基準則為 US$8.2bn），另有約 US$24bn 待後續服務期間認列。我們預估 SBC 2026F 全年 US$20.1bn（含 4Q26F 之 US$16.8bn），2027F 降至 US$15.1bn（營收的 14%），2030F 約 US$16.0bn（營收的 5%）。其二是員工捐贈配對計畫（公司以股票配捐，屬非現金費用），3Q26 認列 US$2.0bn，我們假設其後約為營收的 2%。兩者合計使 GAAP OPM 較 adj. OPM 低 42／16／9ppts（2026F／27F／28F），GAAP 營業利益至 2028F 才轉正（OPM 5%）。對評價的含意是：若把 SBC 視為真實成本，以現金流折現所能支撐的價值將明顯降低。

同業比較

OpenAI 因算力強度較高，adj. OPM 至 2030F 才轉正；中系 labs 以低毛利換取成長。

同業對照：OpenAI 2030F 才轉正，中系 labs 以低毛利換成長

OpenAI：算力強度高、合約重疊多。我們預估 OpenAI 算力占營收由 2026F 之 112%降至 2030F 之 67%，2026-30F 累計算力支出 US$706bn（媒體報導公司規劃約 US$750bn），adj. OPM 至 2030F 才轉正，經濟 FCF 累計−US$301bn 需仰賴外部融資。其具名算力合作涵蓋多家供應商，但金額混合了採購、投資與計畫上限，彼此重疊、不可加總，故我們改以「GW × 單位成本」建模。銷售費用方面，我們假設 OpenAI 支付 Microsoft 的營收分成費率約 10%、累計上限 US$38bn（均依媒體報導，公司僅證實設有上限），2029 年觸頂後，銷售行銷與夥伴費用率由 2026F 之 37%降至 2030F 之 10%。

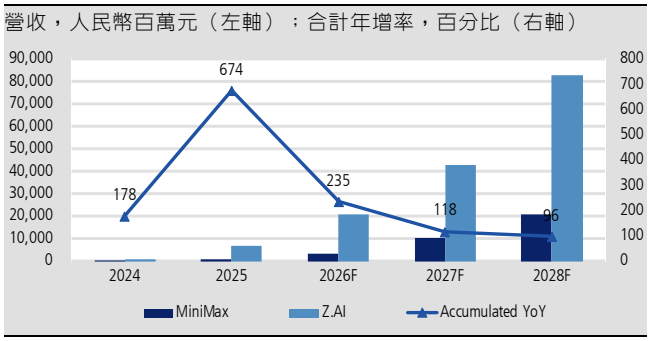
圖 68: OpenAI 算力合作涵蓋多家供應商，合約金額與容量規劃存在重疊

合作對象	US$bn	GW	時程	口徑與重複計算限制
Microsoft／Azure	250.0	–	2025/10 採購；2026/04 修約	新增 Azure 服務合約額；營收分成延續至 2030 並設上限，不加進 250bn
Amazon／AWS	138.0	2.0	GPU 2025/11 起 7 年；Trainium 2026/02 起 8 年	＝NVIDIA GPU 38＋Trainium 100；2GW 僅 Trainium3／4；Amazon 另投資 50bn，不與採購互抵
Oracle／OCI	300.0	4.5	2025/09 報導約 5 年；2025/07 擴建	US$300bn 為 WSJ 報導；4.5GW 已包含於 Abilene 逾 5GW 規劃，不可重複加總
CoreWeave	≤22.4	–	2025/03、05、09；至 2031/05	11.9＋4.0＋6.5 三筆合計；未揭露 OpenAI 專屬 GW
Cerebras	>20.0	0.75	2026–28 分批，每批 3–4 年	另 1.25GW 為 option，非固定承諾；OpenAI 另提供 1bn 擔保貸款
SB Energy	0.5	~8.0	Milam 2026/01；PORTS-Pike 2026/08	0.5bn 為 OpenAI 股權投資；8GW-IT 規劃至 2032、尚未開工
NVIDIA	30.0	5.0	2026/02 投資＋Rubin 合作	30bn 為 NVIDIA 對 OpenAI 投資；5GW＝推論 3＋訓練 2；對 SB Energy 保證不另加
AMD	–	6.0	2025/10；首 1GW 原目標 2H26	美元採購額未揭露；至多 1.6 億股 warrant 依里程碑 vest
Broadcom	–	10.0	2025/10；2H26–2029 年底	自研加速器／Ethernet racks；可能與各場址容量重疊
Google Cloud	–	–	供應 2025/07；通路 2026/10	金額與 GW 未揭露；Model Garden 為客戶對 GCP 的承諾
SoftBank	30.0	–	2026/02 募資	對 OpenAI 的 2026 輪投資，非 Stargate 出資額
Stargate UAE	–	1.0	2025/05；首批 0.2GW 原目標 2026	G42 等合作；項目金額與 OpenAI 最低採購未揭露
Nscale	–	0.23	Norway 2026/04 擴約；UK 暫停	Narvik 為 Nscale–Microsoft 部署，非 OpenAI 直接簽約
Sur Energy（阿根廷）	≤25.0	≤0.5	2025/10 LOI	政府公布的項目上限，非 OpenAI 最低採購
Firmus／NEXTDC	–	–	2026/09 合作；2025/12 MoU	專屬金額與 MW 均未揭露
Samsung／SK	–	–	2025/10 合作公告	記憶體擴產與韓國 DC 合作；非 OpenAI 專屬採購
Stargate（整體計畫）	500.0	>10.0	2025/01 起四年；2026/04 更新	美國整體計畫（含初期 100bn），已涵蓋上列多案，不可再加總

資料來源：凱基整理

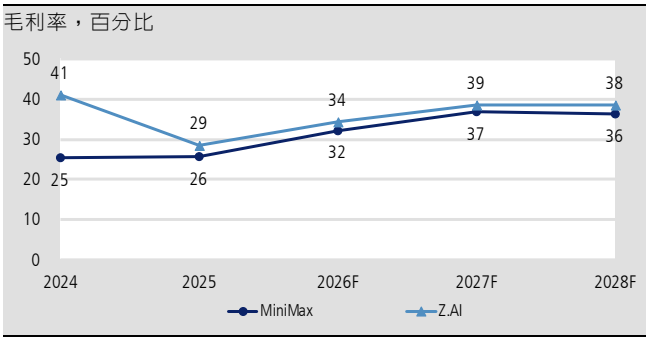
中系 labs：可觀察的同業財務數據。港股上市的 MiniMax 與 Z.AI 兩家 2026 年營收合計年增約 235%，但 1H26 毛利率僅 17.9%與 26.4%，市場預估至 2028 年方收斂至 36-38%。分項來看，MiniMax 企業端（ToB）毛利率 32-39%遠高於消費端的 10-15%，Z.AI 的雲端 API 毛利率則快速上升並超越地端部署；兩家的 ToB／雲端 API 占比均提前達標（1H26 分別為 63%與 87%）。相較之下，Anthropic 以 S-1 口徑計算的毛利率約 85%，差異來自前緣模型的定價權與算力規模，印證經濟價值集中於頂層的判斷。

圖 69: MiniMax、Z.AI 營收 2026 合計年增約 235%



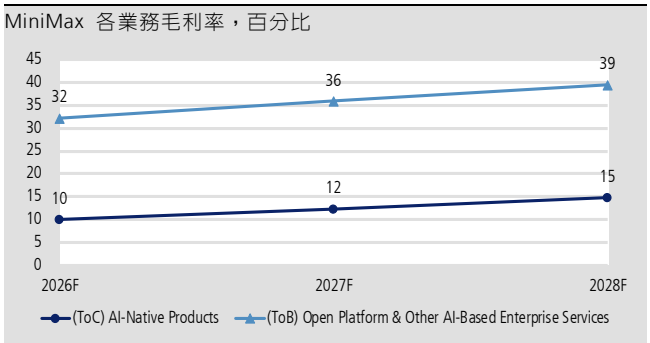
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 70: 2028 GM 收斂至 36-38%



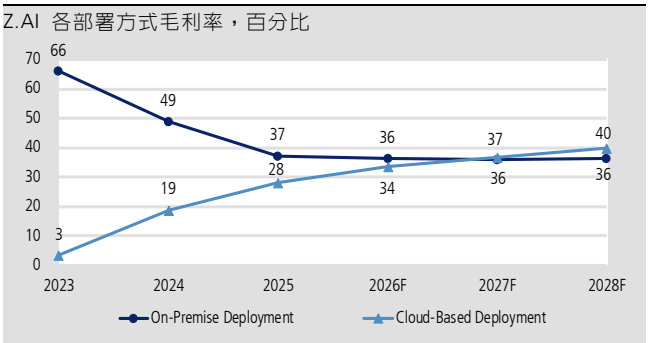
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 71: MiniMax ToB 毛利率 32–39%，遠高於 ToC 的 10–15%



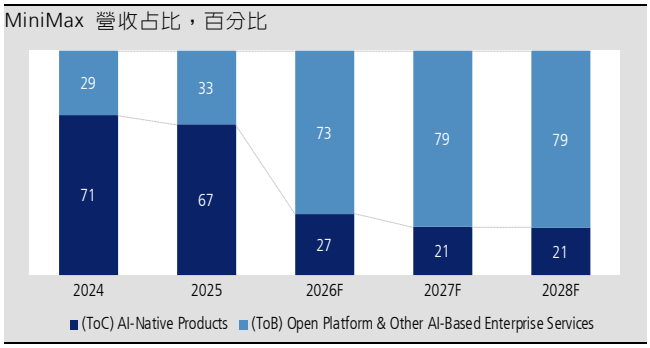
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 72: Z.AI 地端部署毛利率 36-40%，雲端 API 上揚超越



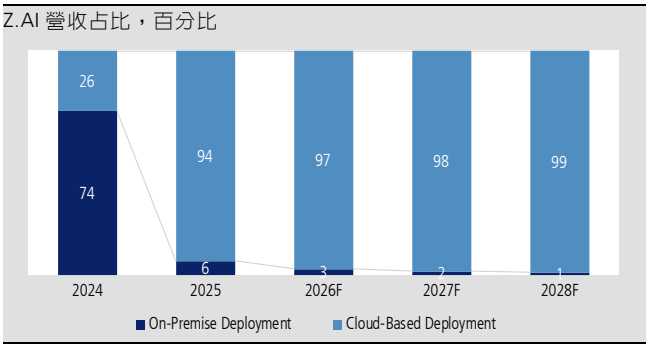
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 73: MiniMax ToB 占比 2026 達 73%，快於預估



資料來源：Bloomberg；凱基

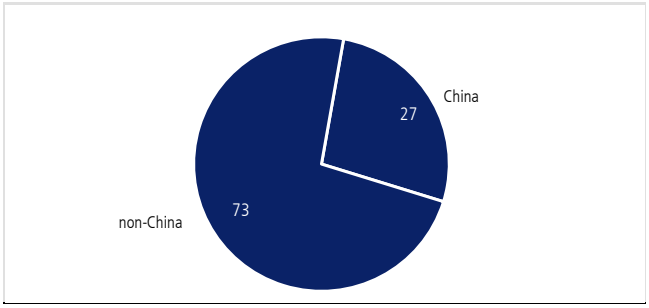
圖 74: Z.AI 雲端 API 占比 2026 達 97%，快於預估



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 75: MiniMax 73% 營收來自中國以外

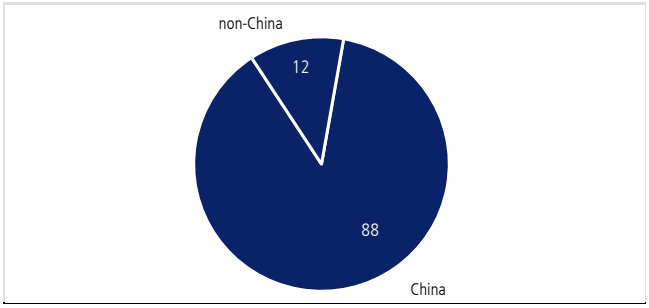
MiniMax 營收地區占比，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 76: Z.AI 88% 營收來自中國，受美國實體清單限制

Z.AI 營收地區占比，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

利潤率路徑的觀察指標

我們對利潤率路徑的判斷將依下列指標檢驗，兩季同方向偏離時調整預估：

- 4Q26 或 1Q27 算力占營收高於 89%：2027F adj. OPM 有再下修的風險；若低於 55%且 adj. OPM 高於 17%，則短期利潤率的判斷過於保守。
- 1Q27 季報揭露的短期算力承諾未見下降，或 SpaceXAI 於 2027 年 1 月／3 月的不可取消期屆滿後全數續用：2027F 算力成本較凱基預估上修約 US$14bn；若公告全數解約，則下修約 US$10bn。
- 銷售行銷與夥伴費用占營收回升至 17%以上，或市集占比回到 47%以上：通路槓桿的判斷失效。
- 1Q27 SBC 高於 US$5.2bn（凱基預估之 1.2 倍）：新授予強度高於假設，GAAP 轉正時點延後。

財務預估

預估 2026/2027/2028F GAAP EPS 為-6.92/-0.74/0.37 美元；2026F 虧損主要來自可轉換票據公允價值變動與 IPO 當季 SBC。

財務預估：2026-28F 營收 US$53/110/184bn，2028F GAAP 轉盈

我們預估 2026/2027/2028F 營收為 US$53.3/109.8/184.2bn（年增 1,063/106/68%），adj. OPM 為 9.6/0.6/13.6%，GAAP 營業利益率為 −32.7/−15.1/4.8%。GAAP 稅後淨利（損）預估為 US$−124.6/−13.5/6.8bn，其中 2026F 包含可轉換票據等金融工具的公允價值變動損失約 US$110bn（非現金，票據於 IPO 時轉換後不再發生）與 IPO 當季一次認列的 SBC；以完全稀釋股數計算，2026/2027/2028F GAAP EPS 為 US$−6.92/−0.74/0.37，2030F 為 US$2.47。現金流方面，經濟 FCF（營業現金流扣除非算力資本支出與 TPU 融資租賃本金）2026/2027/2028F 為 US$7.2/3.3/21.6bn，2027 年底淨現金（扣除融資租賃負債）約 US$137bn，足以支應合約下限的算力付款。

圖 77：凱基財務預估：2026/2027/2028F 營收 US$53/110/184bn，adj. OPM 10/1/14%，2028F GAAP 轉盈

US$百萬元；2024 年用量制為 S-1 口徑（含其他）；2024-25 年每股盈餘為公司公告值，2026F 起以完全稀釋股數計算

	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
營收	**386**	**4,585**	**53,338**	**109,804**	**184,241**	**244,784**	**293,290**
年增率（%）	841.5	1087.8	1063.3	105.9	67.8	32.9	19.8
用量制（API）	288	3,621	41,246	83,538	141,638	185,454	216,849
訂閱制	98	789	11,337	24,144	38,235	52,269	66,302
其他	–	175	755	2,122	4,369	7,061	10,140
算力與基礎設施	2,522	7,326	32,259	80,821	116,935	140,504	155,373
銷售、行銷與夥伴費用	43	568	8,558	16,591	25,621	31,317	34,154
人事費用（不含SBC）	262	674	2,474	4,041	5,508	6,783	7,995
其他營運費用（不含捐贈配對）	347	871	4,925	7,686	11,054	14,075	16,131
調整後營業利益	(2,788)	(4,854)	5,122	664	25,123	52,105	79,638
調整後營業利益率（%）	**(722)**	**(106)**	**10**	**1**	**14**	**21**	**27**
股份基礎薪酬（SBC）	192	1,165	20,070	15,089	12,578	13,510	16,014
營業利益（GAAP）	(2,980)	(8,060)	(17,436)	(16,621)	8,861	33,700	57,758
稅後淨利（GAAP）	**(8,309)**	**(41,965)**	**(124,592)**	**(13,450)**	**6,827**	**29,822**	**47,141**
每股盈餘（US$）	(5.43)	(23.04)	(6.92)	(0.74)	0.37	1.58	2.47
現金流與算力容量							
營業現金流	(5,692)	(2,637)	8,879	15,386	51,364	87,743	116,891
經濟FCF（扣除TPU融資租賃本金）	(5,707)	(2,768)	7,247	3,333	21,638	45,148	64,611
FCF margin（%）	(1,478.5)	(60.4)	13.6	3.0	11.7	18.4	22.0
年底淨現金（扣除融資租賃負債）	3,141	20,277	211,504	137,217	112,775	152,039	219,238
年底已啓用算力（GW）	0.5	1.1	4.2	9.7	15.3	17.4	19.4

資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

投資定位：長期價值與上市初期表現是兩個判斷

公司的長期目標與凱基預估的位置。S-1/A 與媒體揭露的長期目標可歸納為三項：(1)營收——媒體轉述公司 2028 年營收目標為 US$190-200bn，凱基 2028F 為 US$184bn，低於目標中值約 6%；(2)獲利結構——管理層於上市說明會提出算力與基礎設施占營收 45-50%、銷售行銷與夥伴費用 7-10%、人事與其他 7-10%，對應 adj. OPM 35%以上，惟未給達成年度，凱基 2030F 為 53%、12%與 8%，adj. OPM 27%；(3)算力——S-1/A 揭露的承諾總額約 US$901bn，其中約 US$452bn 於 2030 年底前發生，已簽約容量足以支撐我們至 2030F 的營收預估。換言之，凱基的 Base case 並未超出公司已揭露的目標，上檔來自尚未納入預估的選擇權：AI for science、晶片設計與全天候自主型 agent。Anthropic 定位確實混和——營收隨企業用量擴張而具備軟體的成長性，成本結構卻更接近算力基礎設施；相較於硬體供應鏈，它直接受惠於 AI 應用落地而非資本支出週期，相較於應用軟體，它不面臨被 AI 取代的疑慮。

四情境評價：長期價值與上市初期表現是兩個判斷。投資人最直接的問題是：短期逆風這麼多，IPO 還值得參與嗎？以我們的目標價為 US$100 來看 IPO 區間已提供相當的安全邊際，但上檔有一半來自 Bull 情境的尾部，評價差距又有六成來自倍數而非盈餘，股價對企業 AI 預算與競爭格局的訊號將相當敏感。因此長期價值與上市初期的股價表現應分開判斷：前者取決於企業 AI 預算與 Anthropic 的份額，後者取決於未來數季的財報與籌碼，

不宜由短期逆風直接推論上市必然跌破發行價，惟對於保守投資人而言 1Q27 公布 4Q26 財報與財測前後或許是不確定性更為明朗的布局良機。

Jensen 辭去 NVDA CEO 後資金供給與擔保出現危機？

直接來自 NVDA 的資金與擔保

- OpenAI：股權現金約 US$30bn（2026-02 輪，約占累計募資 15%）＋ 擔保上限 US$105bn（俄亥俄 PORTS 園區 4.25GW IT 的租金與電費；NVDA 10-Q Note 10）。這筆擔保要到 NVDA FY2029 各期起租才生效，今天生效金額是 0。
- Anthropic：IPO 同步私募 US$10.0bn（S-1/A No.2；約占 IPO＋私募淨額 84.6bn 的 12%、pro forma 現金 212.7bn 的 5%）＋ IPO 前一筆未揭露金額（2025-11 承諾上限 10bn）。NVDA 對 Anthropic 的直接擔保是 0。
- 合計：現金 US$40–50bn（兩家累計資本約 10–12%）、擔保 US$105bn（兩家算力承諾約 7%）。

已簽的撤不掉，會變的是還沒簽的

- OpenAI：俄亥俄追加約 3.8GW 的信用支持寫明由 NVDA 單方裁量；晶片融資仍在媒體報導階段。
- Anthropic：Nscale 的 NVDA 擔保（>US$5bn）還在洽談；Lambda 的 Beacon Point 機房由 NVDA 承租，Lambda 逾期未取得租約，S-1/A No.2 p.181 已寫明 34.9bn 合約任一方可終止。

相對曝險 OpenAI > Anthropic

- Anthropic 間接靠 NVDA 信用的合約 79.5bn ＝ 承諾 900.9bn 的 8.8%、模型 YE28F 容量約 9%，而且交付驗收才計費、可無責退出，故風險是容量，不是負債。

投資風險

長期風險在算力承諾、通路與監理；短期逆風集中於 4Q26-1H27 的利潤率低點、GAAP 虧損與閉鎖股解禁。

長期風險：S-1 風險因子與凱基的處理

S-1 以相當篇幅揭露風險因子。我們將其中對評價影響較大者，對應至凱基模型的處理方式與後續觀察指標，並區分已量化與未量化者：算力承諾與通路已反映於預估的上下限與敏感度；監理、AI 安全與治理則未量化於營收，而反映在情境機率與評價倍數上。

圖 78: S-1 主要風險因子：算力承諾與通路已量化，監理與 AI 安全屬尾部風險

風險因子（S-1／S-1/A揭露）	凱基的處理	觀察指標
算力承諾剛性：承諾總額約US$901bn，其中約US$452bn於2030年底前發生；三大雲為最低支出承諾，Broadcom TPU為不可解約的融資租賃並由母公司保證	以合約下限（2027F US$55bn）與上限（SpaceXAI全數解約US$73bn、全數續用US$95bn）界定算力成本；Base US$81bn假設短約保留五成，為下限至對應上限US$84bn區間的九成位置	算力÷營收；短期算力金額；SpaceXAI解約窗口
通路與關係人：9M26約44%營收經CSP市集銷售；雲端業者同時是股東、算力供應商、通路與競爭者，並可得知公司的定價與商業條件	Base假設市集占比降至2030F之31%；占比與抽成率回升列為下行情境（2027F adj. OPM −3.1ppts）	市集占比；銷售行銷與夥伴費用率
營收品質：違反使用政策或商業條款的客戶占9M26營收5-7%；用量制占比高，RPO僅US$13.8bn	4Q26F營收已反映違規營收的排除；run-rate不等同GAAP營收	違規營收占比；RPO；大客戶數
政府與監理：2026年2月聯邦機關停用令與國防部供應鏈風險指定（上訴法院2比1維持，公司已聲請全院重審）；6月出口管制使Fable 5／Mythos 5一度全面停用；政府營收占比不到2%	未量化於營收；反映於Bear情境的機率與倍數	訴訟進度；出口管制是否再度發生
AI安全與責任：模型在第三方評估中曾出現未授權存取與抗拒關機等行為；重大事故可能超出保險承保能力	未量化；重大安全事件可能觸發監理停用的尾部情境	安全事件與模型發布政策
資料中心交付：電力與地方政策（如德州暫停新資料中心核准）可能延後容量交付	TPU起租若遞延，單位成本下降與營收認列時程同步延後	自有TPU新增容量（凱基2027F 3.3GW）
智財訴訟：Bartz案和解US$1.5bn已入帳；音樂出版商等案件仍在進行	已入帳者不另設一次性費用；其餘未估損失	訴訟進度與和解金額
治理與稀釋：創辦人Class F股固定持有50.1%表決權、無時間落日條款；公益基金持股5%，股價每較前一里程碑上漲50%可再增發至多2%；共同創辦人承諾捐出80%個人持股	每股合理價值已含公益基金增發的稀釋；解禁時程見後段	解禁日前後成交量；內部人申報

資料來源：凱基整理

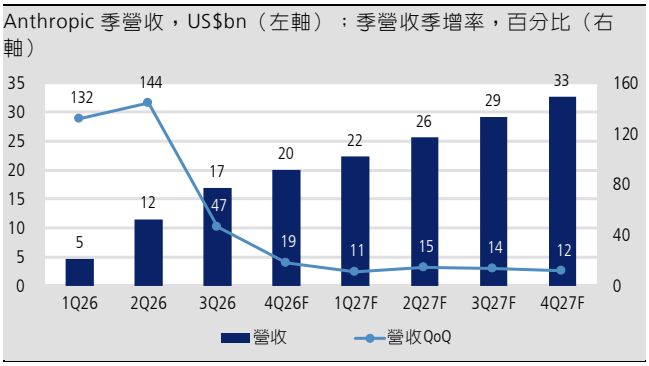
監理風險的傳導路徑。投資人關心美國政治環境改變是否會延後核心產品的推出。就已發生的事件而言，傳導路徑有二：其一是出口管制——2026 年 6 月 12 日至 7 月 1 日，公司為遵循美國商務部的出口限制而全面停用 Fable 5 與 Mythos 5，顯示前緣模型的上市時程可能受制於政府的安全審查；其二是政府採購——聯邦機關停用令與供應鏈風險指定的直接影響有限（政府營收占比不到 2%），但可能波及國防承包商等商業客戶。我們未將上述風險量化於營收預估，而是反映在 Bear 情境的機率與倍數上；若類似管制再度發生且持續時間拉長，將直接影響新模型所帶動的營收動能。

短期低谷：4Q26-1H27 營收動能趨緩，算力成本先行認列

營收端：三個因素使季增率由 47%放緩至 11-19%。公司揭露 9 月底 run-rate 為 US$71bn、10 月底約 US$81bn；我們預估 4Q26F 營收 US$20.1bn（季增 19%，3Q26 為 47%、2Q26 為 144%；假設 11、12 月營收持平於 10 月），1Q27F 為 US$22.3bn（季增 11%）。動能放緩來自：(1)預算：近半數企業的 AI 支出已超出年度預算，年底前以用量優化為主，新預算於 1 月才啓動；(2)違規營收的排除：公司自 8-9 月起強化對違反使用政策客戶的執法，此類客戶占 9M26 營收的 5-7%；(3)降價：Opus 5.5 與 Fable 5.1 的每任務成本分別較前代下降約 40%與 25%（S-1/A），短期內先反映為單一客戶支出下滑。我們將 US$18.1bn（凱基預估的 90%）設為下修 2027F 營收的門檻。

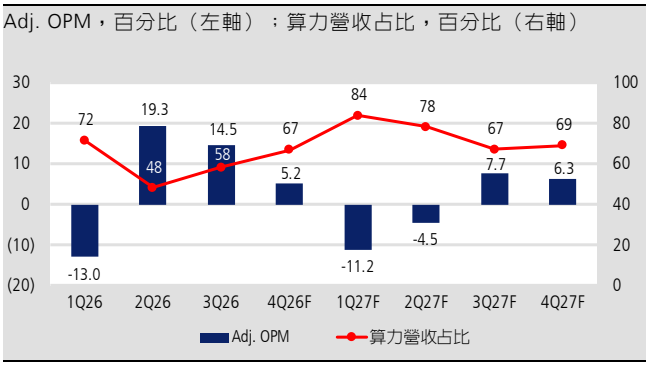
成本端：短約與長約新容量重疊，算力占營收於 1Q27F 升至 84%。3Q26 算力占營收已由 2Q26 之 48%升至 58%，主因 SpaceXAI 的短期算力（當季 US$5.0bn）單價約為長約的兩倍以上；我們預估 4Q26F 短期算力增至約 US$7bn，1Q27F 短約全額付款約 US$9.3bn，同時 Broadcom TPU 叢集與雲端長約的新容量陸續起租（長約算力約 US$9.4bn），算力成本先於營收認列，算力占營收於 4Q26F 與 1Q27F 分別升至 67%與 84%。銷售行銷與夥伴費用率則由 3Q26 之 13.9%回升至 15-16%。合計 adj. OPM 由 3Q26 之 14.5%降至 4Q26F 之 5.2%、1Q27F 之−11.2%，為預測期間的低點，2Q27F 為−4.5%。上述季度數字並無公司正式指引，為凱基依 S-1/A 合約條款所做的推估；季度間的分攤取決於長約容量的實際上線時程，年度數字的把握度高於單季。

圖 79：營收季增率由 3Q26 之 47%放緩至 4Q26F 之 19%、1Q27F 之 11%



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 80：Adj. OPM 於 1Q27F 觸底−11.2%，算力占營收同步見頂 84%



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 81：凱基預估 adj. OPM 於 1Q27F 觸底−11.2%，3Q27F 轉正；2027F 全年 0.6%

① 季度 margin 路徑：adj. OPM ＝ 經濟 GM − 人事 ex-SBC − 銷售行銷夥伴 − 其他 ex-捐贈；GAAP ＝ adj. − SBC − 捐贈；末四列 ＝ adj. OPM 季變動拆解

項目	單位	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
營收	US$bn	4.7	11.6	17.0	20.1	22.3	25.6	29.2	32.7
營收 QoQ	%	132%	144%	47%	19%	11%	15%	14%	12%
算力 ÷ 營收（compute intensity）	%	72%	48%	58%	67%	84%	78%	67%	69%
經濟 GM（扣全部算力）	%	28%	52%	42%	33%	16%	22%	33%	31%
人事 ex-SBC ÷ 營收	%	8%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	3%
銷售、行銷與夥伴 ÷ 營收	%	22%	18%	14%	15%	16%	15%	15%	15%
其中：CSP 通路費	%	19%	16%	13%	13%	13%	13%	12%	12%
其他營運及管理 ex-捐贈 ÷ 營收	%	12%	9%	10%	9%	8%	7%	7%	6%
Adj. OPM（S-1 定義）	%	**-13%**	**19%**	**15%**	**5%**	**-11%**	**-5%**	**8%**	**6%**
SBC ÷ 營收	%	20%	11%	6%	84%	19%	15%	12%	10%
捐贈配對 ÷ 營收	%	3%	–	12%	2%	2%	2%	2%	2%
GAAP OPM	%	**-35%**	**8%**	**-3%**	**-80%**	**-33%**	**-22%**	**-6%**	**-6%**
Adj. OPM 季變動（ppts；＝ 下三列合計）	ppts		**+32ppts**	**-5ppts**	**-9ppts**	**-16ppts**	**+7ppts**	**+12ppts**	**-1ppts**
其中：算力（經濟 GM 變動）	ppts		+23ppts	-10ppts	-9ppts	-17ppts	+6ppts	+11ppts	-2ppts
其中：銷售、行銷與夥伴	ppts		+3ppts	+5ppts	-1ppts	-1ppts	+0ppts	+0ppts	+0ppts
其中：人事 ex-SBC ＋ 其他營運及管理	ppts		+6ppts	+1ppts	+1ppts	+1ppts	+1ppts	+1ppts	+0ppts

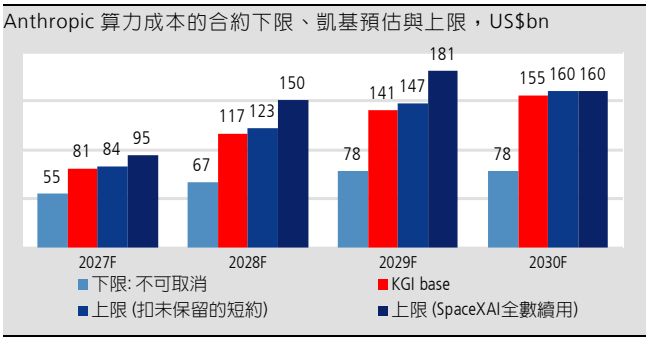
② GAAP → adj. 營業利益（US$bn）：差距 ＝ SBC（依 S-1/A 已知獎勵 ＋ IPO 後新授予）＋ 捐贈配對

項目	單位	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
GAAP 營業利益	US$bn	(1.7)	1.0	(0.6)	(16.2)	(7.3)	(5.5)	(1.9)	(1.9)
＋ SBC 合計	US$bn	0.9	1.3	1.1	16.8	4.3	3.9	3.6	3.3
其中：IPO 完成時累計認列（S-1/A No.2）	US$bn				14.2	–	–	–	–
其中：pre-IPO RSU（IPO 後服務；graded）	US$bn				1.9	3.6	3.0	2.5	2.1
其中：9/30 後授予 RSU（47mn 股）	US$bn				0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
其中：選擇權＋RSA（既有）	US$bn				0.6	0.4	0.3	0.3	0.2
其中：IPO 後新授予	US$bn				–	0.1	0.3	0.6	0.8
＋ 捐贈配對（非現金）	US$bn	0.1	–	2.0	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
＝ Adj. 營業利益	US$bn	**(0.6)**	**2.2**	**2.5**	**1.0**	**(2.5)**	**(1.2)**	**2.3**	**2.1**
差距：adj. OPM − GAAP OPM	ppts	**+22ppts**	**+11ppts**	**+18ppts**	**+86ppts**	**+21ppts**	**+17ppts**	**+14ppts**	**+12ppts**

資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

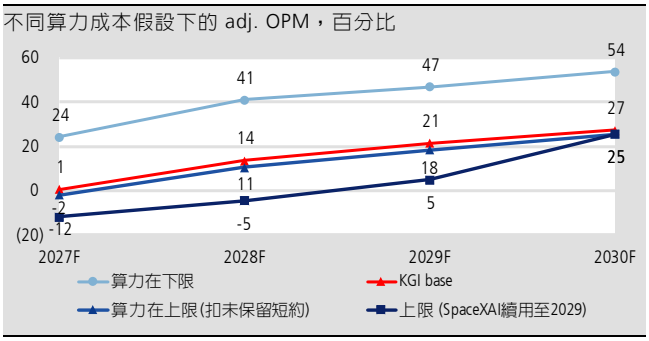
何時回升？取決於短約的去留與新預算。Base case 假設 SpaceXAI 短約於不可取消期（2027 年 1 月與 3 月）屆滿後保留五成（2028F 為 25%、2029F 不再保留）；加計 90 天通知期，全額付款持續至 5 月，6 月起短約付款由每季 US$9.3bn 降至約 US$4.2bn，算力占營收由 1Q27F 之 84%降至 3Q27F 之 67%，adj. OPM 於 3Q27F 轉正（+7.7%）、4Q27F 為+6.3%，全年 0.6%。2028F 隨短約付款由 US$25.3bn 降至 US$8.4bn（占營收由 23.0%降至 4.5%）、自有 TPU 占容量比重達四成、通路費率續降，adj. OPM 擴張至 13.6%；這項改善來自合約條款，而非效率假設。這條路徑有兩個變數：一是 SpaceXAI 短約的去留，若全數續用至 2029 年，2027F 算力成本將較 Base 再增加約 US$14bn、adj. OPM 降至−12%，若全數解約則回到 9.5%；二是新年度企業預算能否如期帶動用量回升。我們把合約下限至上限的算力成本換算為利潤率：2027F adj. OPM 的可能範圍為−12%（全部合約如期交付且 SpaceXAI 全數續用）至 24%（僅支付不可取消的下限），凱基預估之 0.6%已靠近區間的保守端。

圖 82：2027F 算力成本：下限 US$55bn、凱基 Base US$81bn、上限 US$84-95bn



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 83：2027F adj. OPM 區間：算力在下限為 24%，SpaceXAI 全數續用的上限為−12%



資料來源：凱基預估

圖 84：上市後前三份財報的觀察清單：算力占營收與費用率為首要指標

指標	3Q26實績	4Q26F	1Q27F	2Q27F	警戒門檻	偏離時的含意
營收（US$bn）	17.00	20.10	22.30	25.60	4Q26 < 18.1	下修2027F營收；機率移向OpenAI領先情境
算力÷營收	58.2%	66.9%	83.8%	78.1%	> 89%；≤ 55%	高於89%：下修2027F adj. OPM；低於55%：短期利潤率判斷過於保守
短期算力（US$bn）	5.0	7.0	—	—	1Q27季報未下降	SpaceXAI全數續用，2027F算力成本較凱基預估上修約US$14bn
銷售行銷與夥伴費用率	13.9%	15.1%	15.7%	15.3%	≥ 17%	通路槓桿的判斷失效
CSP市集占營收	40.2%	40.2%	40.5%	39.5%	≥ 47%	通路槓桿的判斷失效
Adj. OPM	14.5%	5.2%	−11.2%	−4.5%	≥ 17%	短期利潤率判斷過於保守（上修）
RPO（US$bn）	13.8	未預估			—	企業端營收能見度
年貢獻營收逾US$100萬客戶數	>1,900	未預估			—	企業端份額
Claude Code付費開發者（年底，百萬人）	—	3.5			< 2.8	coding份額流失

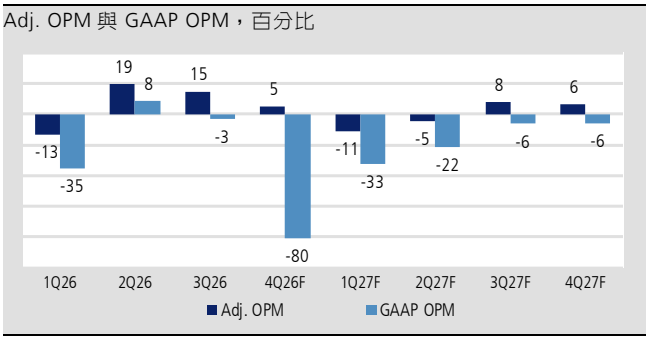
資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

上市後的會計雜訊與籌碼供給

GAAP 數字將更難看，但屬會計時點。IPO 完成時公司將一次認列上市前 RSU 的累計費用約 US$14.2bn（S-1/A），4Q26F SBC 合計 US$16.8bn、相當於營收的 84%，GAAP 營業損失約 US$16.2bn（OPM −80%）；2027 年各季 SBC 回落至 US$3-4bn，但 GAAP OPM 各季仍為−33／−22／−6／−6%，全年無一季轉正。上市後首份財報（預估 2027 年 2 月下旬）的頭條數字將是鉅額 GAAP 虧損，投資人宜聚焦於 adj. OPM 與算力占營收。

解禁不是「180 天一次到期」，而是分 23 批。S-1/A 將閉鎖期拆為 23 批自動到期，合計約 155 億股（完全稀釋股數的 86%）。上市首日即有約 3.2 億股員工持股可出售，連同公開發行的 8.25 億股（公司新股 8.0 億股、原股東出售約 0.24 億股），首日可流通股數約占完全稀釋股數的 6%；其後每次財報公布後均有批次解禁。兩個高峰分別為：(1)2027 年 5 月上旬——1Q27 財報後，180 天組剩餘的 30 億股一次到期；(2)2027 年 11 月上旬——3Q27 財報後，365 天組（含七位共同創辦人）的 19 億股到期。此外，Amazon 持有的可轉換票據、公益基金與共同創辦人承諾捐出的持股，都是中長期的潛在供給。

圖 85：IPO 當季認列 SBC US$16.8bn，4Q26F GAAP OPM 為−80%



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 86：閉鎖股分 23 批解禁：2027 年 5 月累計 48%、11 月累計 86%



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估（日期為凱基推算）

圖 87：閉鎖期分 23 批自動解禁：兩個高峰為 2027 年 5 月（30 億股）與 11 月（19 億股）

階段	對象	預估期間	迄（估）	批數	股數（百萬）	占完全稀釋股數
上市後1-76天	兩組部分（首日約3.2億股為員工等持股）	2026/11/19–2027/	2/2/2027	5	1,612	9.0%
FY26財報後2-69天	兩組部分	2027/03/01–05/05	5/5/2027	6	4,070	22.6%
180天組全數解禁	180天組	5/10/2027	5/10/2027	1	3,000	16.7%
1Q27財報後34-76天	365天組部分	2027/06/09–07/21	7/21/2027	4	1,796	10.0%
2Q27財報後2-83天	365天組部分	2027/08/09–10/27	10/27/2027	6	3,087	17.1%
365天組全數解禁	365天組＋七位共同創辦人	11/8/2027	11/8/2027	1	1,900	10.5%
合計				**23**	**15,465**	**85.9%**

資料來源：Anthropic S-1/A（各批股數為上限）；日期為凱基依預估定價日與財報日推算

對股價的含意。上市初期可流通股數有限，股價對資金流向與消息面的反應將被放大；2027 年 2 月至 5 月間則同時面臨首份年報的 GAAP 虧損、1Q27 的利潤率低點，以及累計約 48%完全稀釋股數的解禁，是供給壓力最集中的時段。港股 MiniMax 與 Z.AI 的經驗可供參考：兩家上市後的前瞻 EV/Sales 由高點回落約九成，解禁與配售是主因之一。

風險時程：4Q26 至 2028 年的觀察重點

風險時程：S-1 揭露的長期風險，加上 4Q26 至 2027 年的短期風險。長期風險如前述，集中於算力承諾的剛性、通路與關係人、監理與治理，其中算力與通路已量化於預估的上下限。短期風險則有明確的時間表：(1)2027 年 2 月下旬的 4Q26 財報——營收季增放緩至 19%、adj. OPM 降至 5.2%，並認列鉅額 GAAP 虧損；(2)2027 年 5 月的 1Q27 財報——短約全額付款與長約新容量重疊，算力占營收達 84%、adj. OPM 為−11.2%，同月 180 天閉鎖股全數解禁；(3)2027 年 8 月的 2Q27 財報——adj. OPM 仍為−4.5%；(4)3Q27 起短約降載，adj. OPM 轉正（+7.7%、+6.3%），2027F 全年 0.6%，11 月 365 天閉鎖股解禁；(5)2028F——短約付款由 US$25.3bn 降至 US$8.4bn、自有 TPU 占容量比重達四成、通路費率降至 11%，adj. OPM 擴張至 13.6%，同時也是我們預期雲端業者資本支出見頂、產業競爭格局收斂的年份。上述路徑的主要假設是 SpaceXAI 短約的保留比例（2027F 五成、2028F 25%、2029F 不再保留）：合約期間至 2029 年、上限 US$120.5bn，2029F 若仍保留，每 10ppts 約使目標價減少 US$2。重新評價的催化劑則包括 2027 年 1 月新年度企業預算啓動後的用量回升、新一代模型的推出與 Tier 1 份額的維持，以及市集占比下降帶動的費用率改善；倍數能否由目前約 10 倍向迴歸線靠攏，關鍵在 2028 年的獲利擴張能否提前獲得確認。

公司概況

9M26 營收 US$33.2bn、3Q26 adj. OPM 14.5%；逾 11,900 家客戶年貢獻營收逾 US$10 萬，run-rate 於 10 月底達 US$81bn。

公司概況：以 Claude 為核心的前緣模型開發商，9M26 營收 US$33.2bn

產品與定位。Anthropic 成立於 2021 年，為依德拉瓦州法設立的公益公司（PBC），開發 Claude 系列前緣模型，並透過 Claude Platform（API）、Claude Code、Cowork 與 Claude 應用的個人及企業方案變現。S-1 將 Claude 定位為 Virtual Collaborator，目標是全球逾 10 億名知識工作者（公司引用之 2028 年估計）；公司以「investment loop＋improvement loop」的雙飛輪說明其策略：高成長支應高投資，高投資帶來更領先的模型，領先的模型創造更多使用案例與回饋，再用於改善模型。

營收與客戶。9M26 營收 US$33.2bn（1Q/2Q/3Q26 分別為 US$4.7/11.6/17.0bn），2025 年全年為 US$4.6bn；3Q26 訂閱制占營收 22%、用量制占 78%，約四成營收經雲端業者的市集銷售。截至 9 月底，過去 12 個月貢獻營收逾 US$10 萬的客戶超過 11,900 家、逾 US$100 萬者超過 1,900 家、逾 US$1,000 萬者約 250 家，逾 50%的 Fortune 500 企業為年貢獻營收逾 US$10 萬的客戶；未履約訂單（RPO）US$13.8bn，約

75%將於未來 12 個月認列。公司揭露 9 月底 run-rate 為 US$71bn、10 月底約 US$81bn，惟 run-rate 為營運指標，不等於 GAAP 營收。

獲利結構。S-1 口徑的毛利率（成本僅含服務付費客戶的推論算力）9M26 為 85.5%；若計入訓練、研發與免費用戶的全部算力，算力與基礎設施占營收於 1Q/2Q/3Q26 分別為 72/48/58%，adj. OPM 為−13/19/15%，GAAP 營業利益率為−35/8/−3%。3Q26 利潤率回落主因 SpaceXAI 短期算力起租（詳見投資風險一節）。9 月底員工約 5,300 人。

資本結構與治理。本次 IPO 發行 Class A 普通股（公司新股 8.0 億股、原股東出售約 0.24 億股），並同步私募 US$26bn；以區間中值 US$74 計算，上市後完全稀釋股數約 180 億股。治理上，七位共同創辦人透過 Founder LLC 持有一股 Class F，固定享有 50.1%的表決權；長期利益信託（LTBT）透過 Class T 選任董事會過半席次；策略股東持有的 Class N 無表決權。創辦人與信託掌握控制權，Class A 股東的影響力有限，為評價時需留意的治理特性。

圖 88: Anthropic 簡明季度損益：3Q26 營收 US$17.0bn、adj. OPM 14.5%，算力占營收 58%

US$百萬

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
營收	**376**	**787**	**1,382**	**2,040**	**4,731**	**11,555**	**16,956**
算力與基礎設施	944	1,390	2,047	2,945	3,387	5,558	9,863
人事費用（含SBC）	218	320	489	812	1,295	1,857	1,711
銷售、行銷與夥伴費用	24	96	202	246	1,033	2,135	2,361
其他營運與管理費用	125	181	233	873	683	1,031	3,588
訴訟和解	–	–	1,500	–	–	–	–
營業費用合計	1,311	1,987	4,471	4,876	6,398	10,581	17,523
營業利益（GAAP）	**(935)**	**(1,200)**	**(3,089)**	**(2,836)**	**(1,667)**	**974**	**(567)**
加回：股份基礎薪酬（SBC）	105	181	305	574	924	1,261	1,070
加回：捐贈配對與訴訟和解	–	–	1,500	541	126	–	1,960
調整後營業利益	**(830)**	**(1,019)**	**(1,284)**	**(1,721)**	**(617)**	**2,235**	**2,463**
成長率與占營收比重（%）							
營收季增率	–	109.3	75.6	47.6	131.9	144.2	46.7
算力與基礎設施÷營收	251.1	176.6	148.1	144.4	71.6	48.1	58.2
銷售、行銷與夥伴費用÷營收	6.4	12.2	14.6	12.1	21.8	18.5	13.9
SBC÷營收	27.9	23.0	22.1	28.1	19.5	10.9	6.3
GAAP營業利益率	(248.7)	(152.5)	(223.5)	(139.0)	(35.2)	8.4	(3.3)
調整後營業利益率	(220.7)	(129.5)	(92.9)	(84.4)	(13.0)	19.3	14.5

資料來源：Anthropic；凱基

四個問題、四個情境：機率加權每股合理價值取 US$100

為何用情境而非單一預估。Anthropic 的營收在一年內成長逾十倍，未來五年的結果分布遠寬於一般軟體公司，單一的 Base case 無法回答投資人真正關心的三個問題：IPO 價格反映了什麼、哪個假設最重要、錯了會損失多少。我們把 TAM、Commoditization 與 Tokenomics 三項分析的結論收斂為四個問題，每題設定四種狀態，再組合成四個情境。

四個問題。Q1 企業 AI 預算：企業 AI 支出占 SG&A 加 R&D 的比重能否由 2025 年之 4%升至 2030F 之 10%，以及 Anthropic 在兩家 AI Labs 企業端營收中的份額（Base 為 49%）；Q2 消費端毛利：Claude 的用戶數、付費轉換率與 ARPU；Q3 Commoditization：前緣模型的定價權與同級溢價能否維持；Q4 Tokenomics：算力單位成本與費用結構。

四個情境。(1)Bull（機率 20%）：agent 大幅承接知識工作預算，企業 AI 支出占比升至 12.5%、Anthropic 份額 52%，2030F 營收 US$532bn、adj. OPM 31%；(2)Base（40%）：即凱基主模型，2030F 營收 US$293bn、adj. OPM 27%；(3)OpenAI 領先（25%）：市場規模不變，但 OpenAI 以 Codex、企業方案搭售與通路優勢收復份額，Anthropic 份額降至 40%、Claude 用戶僅 4.7 億，2030F 營收 US$221bn、adj. OPM 24%；(4)Bear（15%）：企業端維持 Base，但消費端受雲端業者的綑綁分銷壓制、開放權重引發 token 價格戰、費用率居高不下，2030F 營收 US$242bn、adj. OPM 18%。機率為凱基的主觀判斷，Bull 與 Base 合計 60。

圖 89: 四個情境：機率加權每股合理價值 US$98.7，取整數以 US$100 為目標價

營收與股權價值單位為 US$bn；每股合理價值單位為 US$，評價時點為 2027 年底

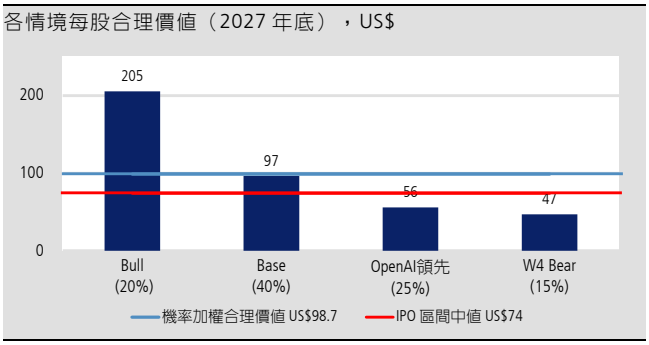
情境	機率	核心假設	2028F營收	2030F營收	2030F adj. OPM	EV/NTMSales	P/E	每股合理價值	vs.US$74
Bull	20%	四題皆樂觀：企業AI支出占比12.5%、ANT份額52%	248	532	31%	17.2x	32x	205	178%
Base（主模型）	40%	企業AI支出占比10.2%、ANT份額49%	184	293	27%	10.2x	30x	97	30%
OpenAI領先	25%	市場規模不變、份額移轉：ANT份額40%、Claude用戶4.7億	160	221	24%	6.7x	24x	56	−25%
Bear	15%	企業端維持Base；消費端、商品化與費用率皆悲觀	167	242	18%	5.7x	18x	47	−36%
機率加權	**100%**		**187**	**312**	**27%**			**98.7**	**33%**
IPO區間中值		S-1/A定價區間US$70-78						74	

資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估（機率與倍數為凱基判斷）

評價方法與結果。我們以 2027 年底為評價時點，採兩種方法加權：(1)EV/Sales（權重 70%）——沿用美股軟體與網路股的迴歸線，依各情境的營收成長與 FCF margin（以法定稅率計，不含虧損抵稅的一次性效果）決定 2028F 營收適用的倍數，四個情境分別為 17.2／10.2／6.7／5.7 倍；(2)P/E（權重 30%）——2030F 盈餘（扣除 SBC 與捐贈後）乘上 32／30／24／18 倍，以股東要求報酬率 12%折現兩年。加計淨現金後，四個情境的每股合理價值為 US$205／97／56／47，機率加權為 US$100（較 IPO 區間中值 US$74 高 35%），對應股權價值 US$1.85tn，較完全稀釋市值 US$1.33tn 高 39%。

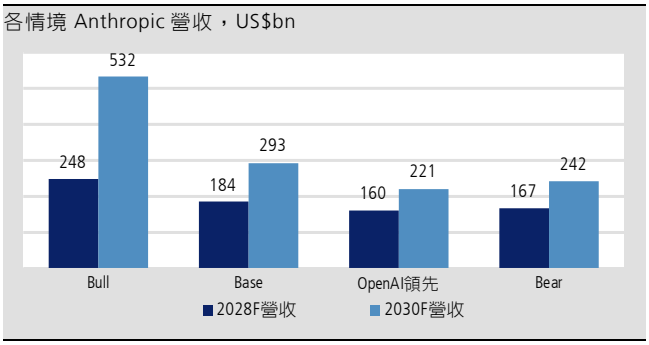
風險報酬並不對稱，但上檔有一半來自尾部。上檔兩個情境（機率 60%）的平均價值為 US$136、較中值高 84%；下檔兩個情境（機率 40%）平均為 US$53、低 28%；最差的 Bear 情境為 US$47（−36%）。需留意上檔有相當部分來自 Bull：若把 Bull 的機率併入 Base，加權價值降至 US$77，僅較中值高 4%。每股（+33%）與股權價值（+39%）的差距，則來自上市後新增股數與公益基金增發的稀釋。

圖 90：Bull／Base 每股合理價值 US$205／97，OpenAI 領先／Bear 為 US$56／47



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 91：2030F 營收：Bull US$532bn、Base US$293bn、Bear US$242bn



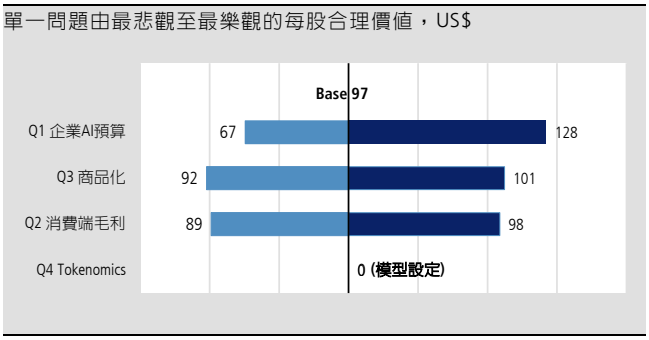
資料來源：凱基預估

哪個問題最重要：企業 AI 預算解釋 78%的評價區間

單題敏感度。在其他三題維持 Base 的前提下，僅改變一題的狀態：Q1 企業 AI 預算使每股價值在 US$67-128 之間變動，區間 US$61 占四題合計的 78%，是其他三題總和的 3.6 倍；Q3 商品化為 US$92-101；Q2 消費端毛利為 US$89-98；Q4 Tokenomics 在本表為零——這是模型設定的結果（算力成本以營收乘上算力強度推估，各情境的訓練強度相同），合約剛性帶來的下行風險不在此表，而反映於投資風險一節的算力上下限分析。

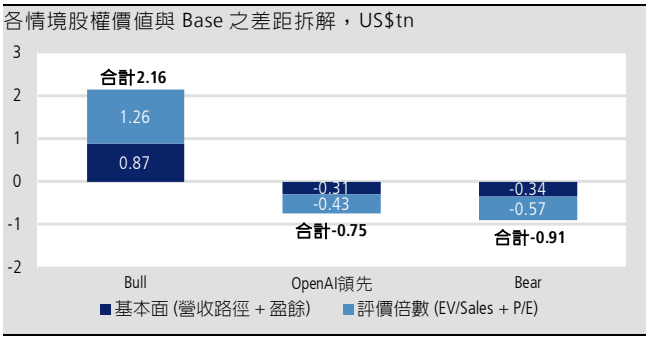
評價分歧一半以上來自倍數。把各情境與 Base 的價值差距拆解為營收路徑、EV/Sales 倍數、盈餘與本益比：Bear 情境較 Base 低 US$914bn，其中 EV/Sales 倍數由 10.2 倍降至 5.7 倍即占 US$522bn，倍數合計解釋 62%；OpenAI 領先情境為 58%，Bull 情境的上檔亦有 59%來自倍數。這呼應後段 Commoditization 分析的結論：競爭格局對基本面的影響有限，對市場願意給予的倍數卻影響甚大。

圖 92：企業 AI 預算（Q1）影響每股價值 US$67-128，為其他三題合計的 3.6 倍



資料來源：凱基預估

圖 93：各情境與 Base 的價值差距，58-62%來自評價倍數



資料來源：凱基預估

追蹤重點。因此上市後最重要的觀察指標是企業 AI 預算與 Anthropic 的份額，而非 token 價格：(1)第三方的企業 AI 支出調查；(2)10-Q 揭露的大客戶數、淨收入留存率與 RPO（9 月底為 US$13.8bn，約 75%於未來 12 個月認列）；(3)Claude Code 付費開發者數（凱基 2026 年底預估 350 萬人，低於 280 萬人將視為 coding 份額流失）；(4)Tier 1 token 市佔與 SOTA 領先天數。若 2028F 營收的路徑由 US$184bn 滑落至 US$172bn 以下，我們將把機率由 Base 移向 OpenAI 領先情境。

圖 94: 情境分界的觀察指標：企業 AI 支出占比與 Anthropic 份額最為關鍵

2030F 數值（營收為 2028F）

觀察指標	對應問題	Bull	Base	OpenAI領先	Bear	追蹤來源
Anthropic 2028F營收（US$bn）	營收路徑	248	184	160	167	季營收年化與公司財測
企業AI支出÷（SG&A＋R&D）	Q1	12.50%	10.20%	10.20%	10.20%	企業AI支出調查
Anthropic占兩家企業端營收	Q1	52%	49%	40%	49%	大客戶數、淨收入留存率
Claude用戶數（百萬）	Q2	832	794	466	366	第三方流量與下載數據
定價權指數（Base＝1.00）	Q3	1.07	1	0.98	0.92	token價格降幅 vs. 成本降幅
Compute margin	Q4	48%	47%	45%	44%	10-Q算力÷營收

資料來源：凱基預估

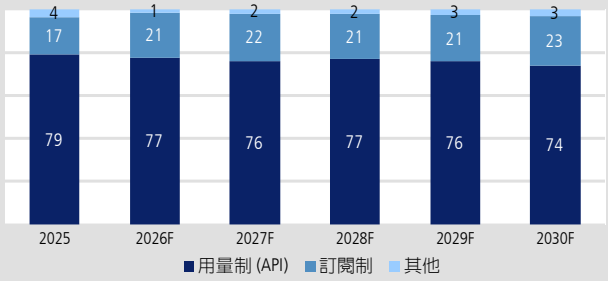
圖 95：公司概況

Anthropic 成立於 2021 年，總部位於美國舊金山，為公益公司（PBC），開發 Claude 系列前緣大型語言模型，產品包括 Claude Platform（API）、Claude Code、Cowork 與 Claude 個人及企業訂閱方案。9M26 營收 US$33.2bn，用量制約占八成；截至 2026 年 9 月底員工約 5,300 人，過去 12 個月貢獻營收逾 US$10 萬之客戶超過 11,900 家。公司預計於 Nasdaq 掛牌，股票代號 ANT。

資料來源：公司資料；凱基

圖 96：營收組成：用量制占比約七成五

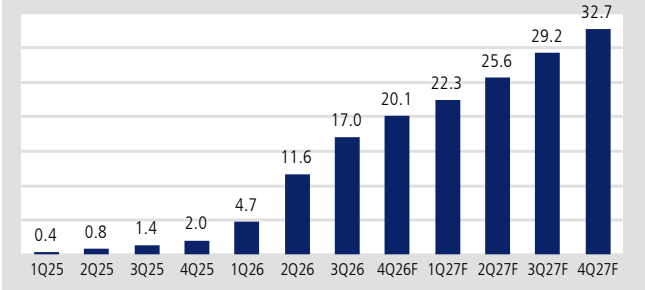
營收結構，百分比



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 97：季營收

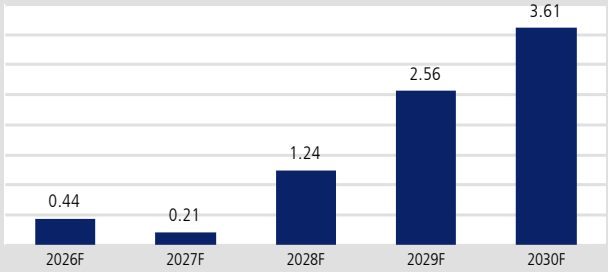
季營業收入，US$十億元



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 98：調整後每股盈餘

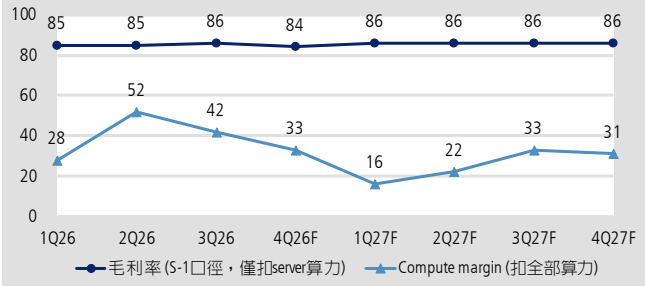
年度調整後每股盈餘（完全稀釋），US$



資料來源：凱基預估

圖 99：毛利率

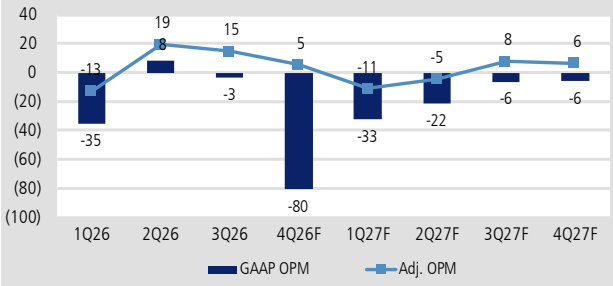
毛利率與 compute margin，百分比



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 100：營業利益率

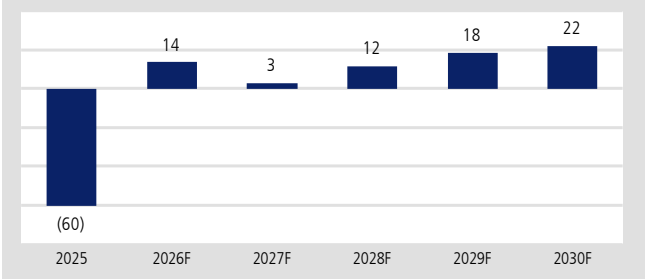
Adj. OPM 與 GAAP OPM，百分比



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 101：經濟 FCF 利潤率

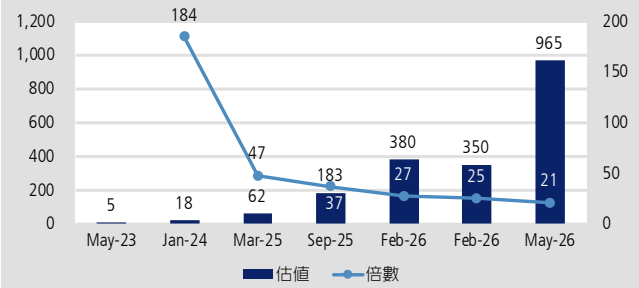
經濟 FCF margin，百分比



資料來源：Anthropic S-1/A；凱基預估

圖 102：Anthropic 估值 2 年放大 52 倍，倍數 184x → 21x

募資估值，US$bn（左軸）；Equity/年化 run-rate，倍（右軸）



資料來源：凱基預估

凱基證券集團據點

中國	上海	上海紅寶石路 500 號東銀中心 A 座 2703B-2704 室 郵政編號：201103
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股（OP）	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有（N）	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股（U）	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等（NR）	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制未評等（R）	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就幷公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行幷不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，幷不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。