軟體產業

AI Labs IPO 系列

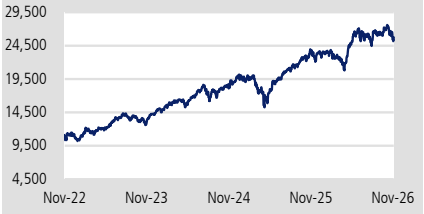
ANT 估值預估 US$1.5-2.5tn 之核心在於倍數與 Tokenomics

焦點內容

1. 算力成本 + CSPs 渠道成本 + SBC/捐贈 = 影響利潤率核心因子。
2. 多硬體合作夥伴混合 Fungible pool 與 Anthropic Direct 模式創造優異 Tokenomics 。
3. 以軟體估值框架估算 ANT 估值約 US$1.5-2.5tn 。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

重要訊息

我們續談 10/27 報告「Anthropic S-1初覽：5個關鍵數據組及3大延伸議題」提出之三大議題。

評論及分析

算力成本 + CSPs 渠道成本 + SBC/捐贈 = 影響利潤率核心因子。我們預估 adj. OPM 2026/27/28 年為 9/10/16% (vs. 2Q/3Q26 19/15%)季度先降後升，係考量：(1)算力成本占比 61/64/59% (vs. 2Q/3Q26 48/58%)因高單價 SPCX 算力於 3Q26-1Q27 加入(滾動短約 90 天)、自建 TPU 群集自 2027 進入放量期；(2)CSPs 渠道成本 14/13/13%(vs. 2Q/3Q26 16/13%)，假設 CSP Marketplace 營收占比及 Take rate 延續 3Q26 之 40/33% (vs. 2Q26 43/34%)，考量訂閱營收占比持續提高，我們敏感性分析顯示 CSPs Marketplace 營收變動 5%則 adj. OPM 變動 1.6ppts，Take rate 變動 2.5%則 adj. OPM 變動 1ppts；(3)GAAP OPM 與 Adj. OPM 差異 37/16/9ppts (vs. 2Q/3Q26 11/18%)，係因 SBC 與公益捐贈認列，IPO 當季亦將認列 US$8.2bn 之 RSU 費用。

多硬體合作夥伴混合 Fungible pool 與 Anthropic Direct 模式創造優異 Tokenomics。ANT 將多個策略合作夥伴（incl. AWS Trn, GCP TPU, NVDA GPU, AMD GPU）的運算資源作為一個單一、可互換的資源池 (fungible pool) 進行管理可以創造成本優勢，同時轉向 Anthropic direct 的重 Capex 模式。我們預估 2026/27/28 ANT 新增 3/5/6GW 達 4/9/15GW 的算力容量(incl. CSP 算力服務)，其中 2027 Self-build 占比將由 2026 年 0.1GW/3%上升至 2027 年 3.4GW+/39%，管理層或將開始強調 AI 於晶片設計前段的正向助益。S-1/A 顯示算力合約義務總額 US$895bn，其中 US$448bn 發生於 2030 年前，我們依此估算上述 2027-30F 之算力成本。

以軟體估值框架估算 ANT 估值約 US$1.5-2.5tn。我們認為 ANT 合理且舒適的估值落在 US$1.5-2.5tn，以 2027 年預估營收 US$110bn 及 13-21 倍 EV/Sales(Net Cash = US$132bn)推算，參考：(1)MiniMax(100 HK)及 Z.AI(2513 HK)IPO 初期交易在 30-50x、年中高峰達 200x 而近期回落至 12-30x；(2)ANT/OAI 2026 年籌資估值倍數落在 21-27/20-42 倍；(3)以凱基軟體估值框架(2027 EV/Sales vs. Rule of x = 2027-30F Sales CAGR + 2028 FCF margin)對照 ANT Rule of x 約 52%則中性/無折溢價估值為 13 倍，考量SaaS 末日論已拖累半數軟體評價水平或對標 SNOW(用量制公司代表)則合理估值為 16 倍，若公司能在 IPO 前後推出新模型帶動認同度則樂觀上看 21+ 倍。

投資建議

我們試算 ANT 估值落在 US$1.5-2.5tn，係以 2027 年營收 US$110bn、2028 Rule of x 之 52%及 13-21 倍 EV/Sales 換算。

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。

KGI 預估重點

- 算力強度是損益分水嶺：算力占營收 2030F Anthropic 53% vs OpenAI 67%；自建占年底 GW 31% vs 28%。
- 通路與分潤：Anthropic CSP 通路費約占營收 13–14%（3Q26 take ~32.5%，KGI 估）；OpenAI 付 MSFT 分成 10%、上限 US$38bn，2029F 觸頂後歸零。
- 現金流：2026–30F 經濟 FCF 累計 Anthropic +US$144bn vs. OpenAI −US$298bn。

圖 1: 凱基估算 Adj. OPM 2030F：Anthropic 24% vs OpenAI 9%；OpenAI FCF 同年才轉正

項目	公司	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2027-30F CAGR／Δ
① 營收與獲利（US$bn；% ＝ 占營收）：Anthropic 2026 起 adj. 轉正、OpenAI 2030F 才轉正								
營收	Anthropic	5	53	110	184	245	293	38%
毛利率（扣全部算力；S-1口徑）	Anthropic	-60%	39%	36%	41%	42%	47%	+11ppts
Adj. 營業利益率	Anthropic	-106%	9%	10%	16%	18%	24%	+14ppts
經濟 FCF（US$bn）	Anthropic	(3)	6	12	26	38	62	
Capex incl. finance leases（US$bn）	Anthropic	0.1	4	90	76	6	7	
經濟 FCF margin	Anthropic	-60%	12%	11%	14%	16%	21%	+10ppts
營收	OpenAI	13	39	79	150	247	352	64%
毛利率（扣全部算力；ANT口徑）	OpenAI	-21%	-4%	-9%	2%	20%	33%	+42ppts
Adj. 營業利益率	OpenAI	-114%	-60%	-62%	-44%	-12%	9%	+72ppts
經濟 FCF（US$bn）	OpenAI	(16)	(29)	(93)	(123)	(66)	12	
Capex＋partner upfront（US$bn）	OpenAI	3	14	74	123	140	150	
經濟 FCF margin	OpenAI	-124%	-74%	-117%	-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 13ppts								
算力（compute & infrastructure）	Anthropic	160%	61%	64%	59%	58%	53%	-11ppts
	OpenAI	121%	104%	109%	98%	80%	67%	-42ppts
算力：年底 energized GW（year-end）	Anthropic	1.1	4.2	8.8	14.8	17.4	19.4	30%
	OpenAI	1.9	4.8	10.5	17.5	23.0	26.5	36%
算力：自建占年底 GW（%）	Anthropic	–	3%	39%	40%	34%	31%	-8ppts
	OpenAI	4%	6%	14%	20%	24%	28%	+14ppts
銷售、行銷與夥伴	Anthropic	12%	16%	16%	16%	16%	16%	–
	OpenAI	36%	38%	31%	26%	16%	10%	-22ppts
其中：通路費／MSFT 分潤	Anthropic	8%	14%	13%	13%	13%	13%	–
	OpenAI	–	10%	10%	10%	5%	–	-10ppts

資料來源: 公司資料；凱基預估

算力占營收 2030F：Anthropic 53% vs OpenAI 67%，差距即獲利差距

算力：Anthropic 強度較低，2028F 起下降

- S-1/A 揭露 9M26 算力費用 US$18.8bn、占營收 57%（2Q26 48%、3Q26 58%）；KGI 預估 4Q26F／2027F 達 64%（算力交付領先營收變現）→ 2030F 降至 53%。
- OpenAI 2026-30F 累計算力支出 US$706bn（WSJ 報導公司規劃約 US$750bn），占營收由 2026F 104% 降至 2030F 67%。

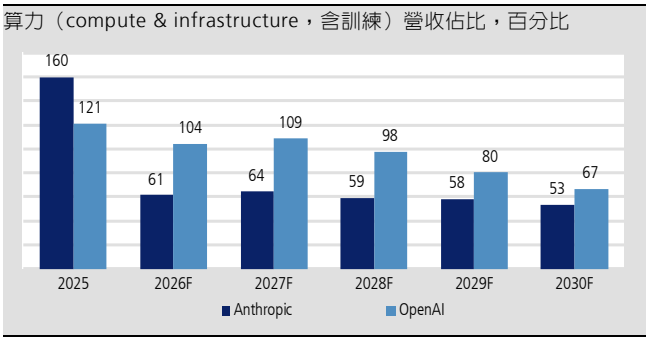
銷售與通路：通路費 vs 分潤

- Anthropic 44% 營收（9M26；3Q26 約 40%）來自 CSP 市集，通路抽成約 32.5%（3Q26，KGI 依 S-1/A 推估），銷售、行銷與夥伴費用率維持約 16%；OpenAI 支付 MSFT 營收分成 10%（上限 US$38bn，2029F 觸頂），費用率由 2026F 38% 降至 2030F 10%。
- 2030F adj. OPM 差距 15ppts（24% vs. 9%），主要反映算力強度差距 13ppts（Anthropic gross、OpenAI net；扣通路費後 40% vs. 67%，差 27ppts）；OpenAI 費用率低 6ppts，惟遭較高研發及其他費用抵銷。

3Q26 數字變化原因：SPCX 短期算力合約加入

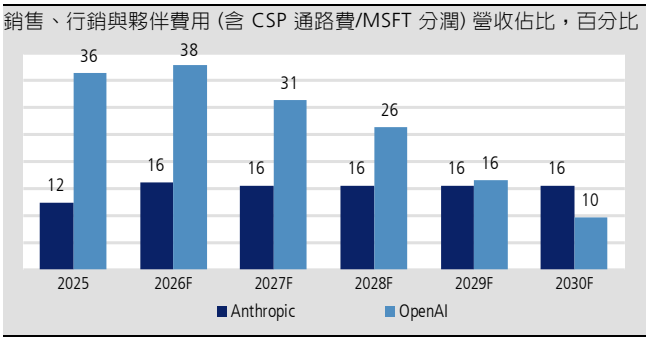
- 算力占營收由 2Q26 48% 升至 3Q26 58%：短期算力 US$5.0bn（占算力 51%）成本顯著高於多年期合約，每 US$1 算力貢獻營收由 2.08 降至 1.72，adj. OPM 由 19.3% 降至 14.5%（S-1/A p.139、163）。
- 費用率由 1Q26 22% 降至 3Q26 14%，主因 CSP 通路占比下降及通路條款調整；FY27F 通路費預估 US$16.6bn。
- Falsifier：4Q26／1Q27 算力占營收 ≤55% 且 adj. OPM ≥17%，將推翻 margin 判斷；S&M＋P ≥17% 或 marketplace ≥47%，則推翻通路判斷。

圖 2: 算力占營收 2030F：Anthropic 53% vs OpenAI 67%



資料來源：凱基預估

圖 3: S&M＋通路費率：Anthropic 16%、OpenAI 降至 10%



資料來源：凱基預估

2030F 年底 OpenAI 26.5GW、Anthropic 19.4GW；每 GW 成本 US$9.5 vs US$8.5

GW 路徑：合約與自建拼出容量

- Anthropic 年底 energized GW：2026F 4.2 → 2027F 8.8 → 2030F 19.4；由 S-1/A 合約金額換算容量（KGI 推估），加計 Broadcom TPU 自建 2026–28F 0.1／3.4／6.0GW（2026 僅計入已起租，餘遞延至 2027）。
- OpenAI 2025 年底約 1.9GW → 2030F 26.5GW，約為 Altman 公開承諾 30GW 的 88%；涵蓋 Azure、OCI（Stargate）、AWS、neocloud 與自建。

單位成本：自建拉低 OpenAI & Anthropic 單位成本

- OpenAI 每 GW 年成本由 2025 年 US$12.6bn 降至 2030F 9.5（NVIDIA hosted 10-13、自建 Jalapeño 8.0-8.6）。
- Anthropic 損益採 S-1 口徑（營收 × 算力強度，不低於合約下限），除以年均 GW 後，每 GW 年成本由 2026F 12.2 降至 2030F 約 US$8.5bn。

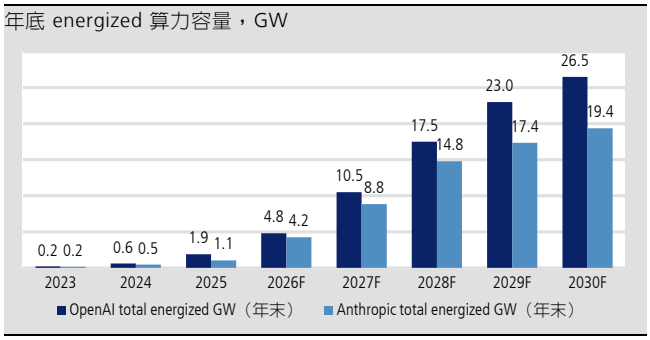
交叉檢核

- 每 GW 營收 Anthropic 由 2026F US$20bn 降至 2030F 16bn、OpenAI 由 11.6 升至 14.2；Anthropic 優勢持續收斂，扣通路費後 2030F 為 13.9 vs. 14.2，優勢消失。

近期事件：交付是 2027 ramp 的變數

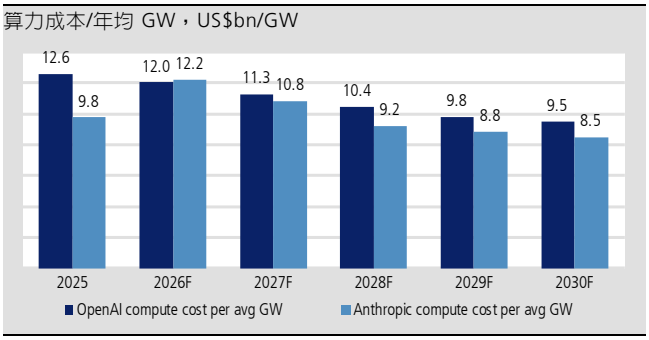
- 德州 8/3 暫停資料中心核准（BNEF 估約 49.8GW），Anthropic 具名德州站點約 1.25GW（影響未揭露）；OpenAI Georgia Power 最高 1,000MW 可調節，電力成為容量交付的關鍵限制。

圖 4: 年底算力 2030F：OpenAI 26.5GW、Anthropic 19.4GW



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5: 每 GW 年成本 OpenAI 12.6 → 9.5、Anthropic ~8.5



資料來源：公司資料；凱基預估

AI 寫 kernel 鬆動 CUDA 鎖定：OpenAI 自建 ASIC 2030F 占 28% GW

CUDA 護城河在 kernel，kernel 正被 AI 改寫

- NVIDIA 的鎖定優勢不在晶片本身，而在 CUDA 生態系及針對各模型手動調校的 kernel；轉向 TPU、Trainium 或自研 ASIC 的主要成本，在於重寫與調校 kernel 所需的工程人力。
- 前緣模型 coding/agent 能力提升（METR 任務時長約 12 小時），推動 kernel 移植與最佳化高度自動化，降低 ASIC 軟體遷移門檻，成為 labs 擴大自建的前提。

OpenAI Jalapeño：效能／功耗優勢

- OpenAI 與 Broadcom 共同設計（OpenAI 主導架構、Broadcom 負責實體設計與封裝）；相較 GB200，每 kW TPS 提升 1.5-1.9 倍、單用戶 decode 提升 2.7-4.1 倍、延遲降至 0.3-0.6 倍。

KGI 預估

- OpenAI 自建（Jalapeño、Broadcom racks、AMD）占年底 GW 由 2026F 6% 升至 2030F 28%；自建年化成本 US$8.0-8.6bn/GW，低於 NVIDIA hosted 的 10-13，帶動單位算力成本由 12.6 降至 9.5。

近期事件：自建算力的融資與供應鏈

- BofA、Blackstone、Citi、Morgan Stanley 10/26 公告 US$63bn 融資：由 SPV 購入 Broadcom XPU 與網通設備並出租予 Anthropic，2027 年起交付。
- Broadcom line-of-sight：Anthropic TPU 2026 年 1GW、2027 年新增 5GW；OpenAI Jalapeño 2027 年 1.3GW、2028 年逾 5GW。KGI 預估 Anthropic 2027F 自建 3.4GW、OpenAI 2028F 3.5GW，均低於上述規模。

圖 6: ANT 看好 AI 寫 kernel 降低 ASIC 遷移門檻，擴大 ASIC 自建在算力池的比重

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**	**9**	**15**	**17**	**19**
年增	GW	+1	+3	+5	+6	+3	+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**	**19**	**32**	**40**	**46**
年增	GW	+2	+6	+10	+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短約假設至1Q27							
項目	單位	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Anthropic（% of 年末 GW）							
AMZN（AWS）	%	76%	24%	29%	24%	26%	26%
GOOGL（GCP）	%	24%	26%	18%	20%	26%	31%
MSFT（Azure）	%	–	5%	8%	7%	6%	5%
ORCL（OCI）	%	–	–	–	–	–	–
SPCX（SpaceX AI）	%	–	42%	–	–	–	–
Neocloud（CoreWeave、Nscale、Lambda…）	%	–	–	6%	9%	8%	7%
Self-build（TPU／ASIC finance lease、自建）	%	–	3%	39%	40%	34%	31%
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%	24%	22%	24%	22%
GOOGL（GCP）	%	9%	12%	8%	9%	11%	13%
MSFT（Azure）	%	49%	28%	19%	14%	11%	10%
ORCL（OCI）	%	7%	13%	16%	17%	19%	20%
SPCX（SpaceX AI）	%	–	20%	–	–	–	–
Neocloud（CoreWeave、Nscale、Lambda…）	%	5%	6%	8%	9%	7%	6%
Self-build（TPU／ASIC finance lease、自建）	%	3%	5%	26%	29%	28%	29%
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
Anthropic 占該 CSP 容量（%）							
AMZN	%	6%	5%	10%	10%	11%	10%
MSFT	%	–	2%	4%	5%	4%	3%
GOOGL	%	4%	10%	8%	10%	12%	12%
ORCL	%	–	–	–	–	–	–
SPCX	%	–	90%	–	–	–	–
OpenAI 占該 CSP 容量（%）							
AMZN	%	–	3%	8%	10%	12%	10%
MSFT	%	18%	19%	18%	16%	13%	11%
GOOGL	%	0%	–	–	–	–	–
ORCL	%	10%	30%	46%	61%	67%	68%
SPCX	%	–	–	–	–	–	–
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%	12%	12%
ORCL	%	10%	30%	46%	61%	67%	68%
SPCX	%	–	90%	–	–	–	–

資料來源: 公司資料；凱基預估

承諾 ~US$895bn：三大雲＋Broadcom 為主體，US$214bn 附條件

- 規模：S-1/A 揭露 aggregate 約 US$895bn，約為 2026F 營收 17 倍；約 US$448bn 預計 2030 年底前發生、US$70bn 於未來 12 個月到期，另有 US$150-175bn 未納入。具名合約中三大雲 ≥US$276bn、Broadcom 租金 US$161bn，合計占 US$644bn 的 68%。
- 剛性：AWS、Google、Microsoft 均為最低支出承諾（不論用量均須支付，Google、Amazon 未達須 true-up），Broadcom 為五年不可解約 finance lease；US$214bn 附帶終止權或先決條件（多涉及對方融資、場地或許可），SpaceXAI 不可取消期後雙方可提前 90 天通知解約。

圖 7: 承諾 ~US$895bn：三大雲＋Broadcom 為主體，US$214bn 附條件

合約／項目	US$bn	性質	期間	條件、退出機制與重複計算限制
Google	≥121.3	最低支出	2026/04–2033/07	2026/03 簽、05–10 修訂（S-1 ≥114.5）；未達須 true-up；僅對方未補救重大違約可解約
Amazon	≥110.0	最低支出	2026/05–2036/04	不論用量須付、未達須 true-up；僅對方未補救重大違約可解約；與 Amazon NPA 融資分開
Microsoft	≥44.9	最低支出	2026/11–2033/06	2025/11 簽、2026/02–10 修訂；未補救重大違約或未交付 tranche 才可取消
Broadcom（TPU 租約）	161.2	租金，不含利息	各 5 年	finance lease；僅出租人可於違約時終止；10 月部分轉讓融資 SPV，總額不變
SpaceXAI	≤120.5	上限	至 2029	全量交付後月付 ~US$3.1bn（預計 2026/12）；不可取消期至 2027/01、03，其後雙方 90 天通知可解約
Nscale	≤44.6	上限	至 2033	交付驗收後才計費；Nscale 須盡力取得合格融資
Lambda	41.3	約數	至 2034	交付驗收後才計費；US$34.9bn 子約未取得場地時雙方可終止
具名合計	**643.8**	**口徑不一**	**–**	**最低額與上限額混列，僅作比重用：三大雲 ≥276.2＋Broadcom 161.2＝68%**
TPU 追加（含 Google）	125–150	公司估計	2028–31 交付	無固定金額，依容量、交付方式與融資條件而定；未列入 aggregate
AMD	>20.0	公司估計	2027 初始 tranche	無固定金額；另可追加約等量；未列入 aggregate
9/30 合約義務表	320.0	已起租＋採購	2026 起	Operating／finance leases＋purchase commitments；2027 年 29.2、2028 年 44.4（不含未起租）
短期承諾（9/30＋期後）	24.0	一年內	–	17.4＋6.6；短期算力成本明顯高於多年期合約
已簽未起租 leases	451.2	未折現	2026–28 起租	租期 <1–20 年、加權 ~10 年；不含於上列義務表
9/30 後新增長期承諾	100.2	最低付款	–	主要為資料中心租賃與 CSP hosting
S-1/A aggregate	**895.4**	**合約義務總額**	**至 2045**	**~447.5 預計 2030 年底前發生、69.8 於未來 12 個月到期；213.8 有終止權或先決條件**

資料來源: Anthropic；凱基整理

OpenAI 合約重疊多、可加總少：公司規劃 2026-30 算力 ~US$750bn

- KGI 判讀：具名合約金額混合採購、投資與計畫上限，重疊部分不可加總；KGI 改採 GW × 單位成本建模，預估 2026-30F 算力支出 US$706bn，與公司規劃約 US$750bn 相近。

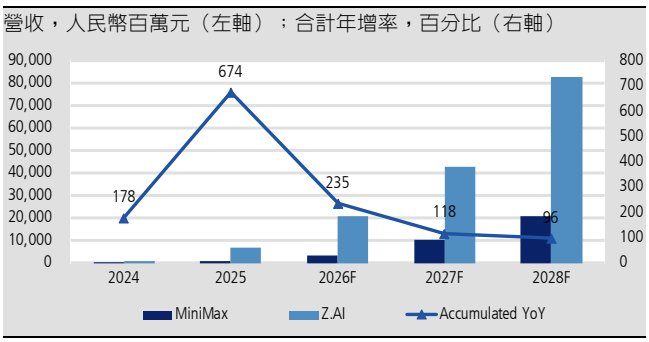
圖 8: OpenAI 算力合作涵蓋多家供應商，合約金額與容量規劃存在重疊

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

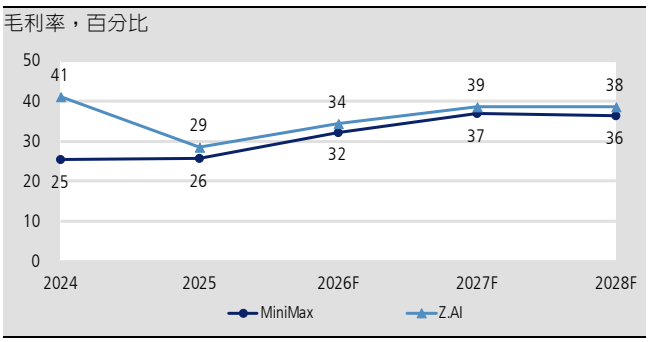
中系 labs 以低毛利 API 換成長：1H26 GM MiniMax 17.9%、Z.AI 26.4%

圖 9: MiniMax、Z.AI 營收 2026 合計年增約 235%



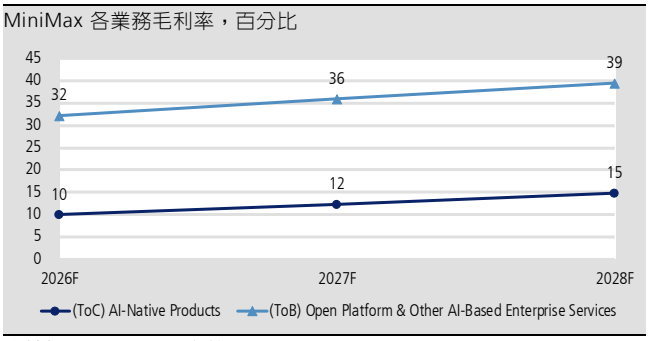
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 10: 2028 GM 收斂至 36-38%



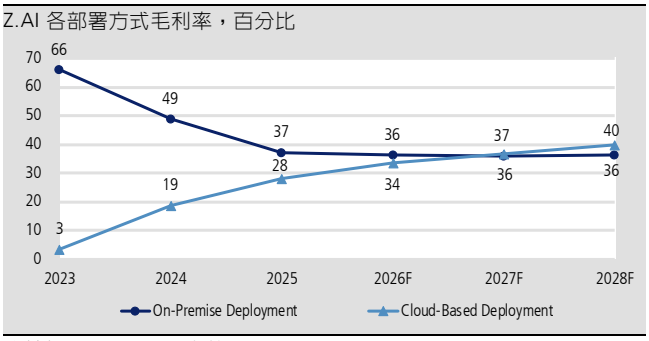
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11: MiniMax ToB 毛利率 32–39%，遠高於 ToC 的 10–15%



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 12: Z.AI 地端部署毛利率 36-40%，雲端 API 上揚超越

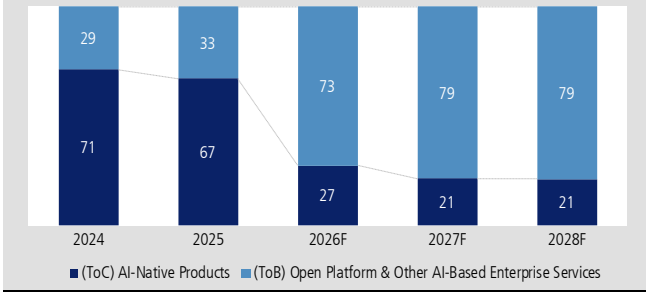


資料來源：Bloomberg；凱基

ToB/雲端 API 占比提前兩年達標：1H26 MiniMax 63%、Z.AI 87%

圖 13: MiniMax ToB 占比 2026 達 73%，快於預估

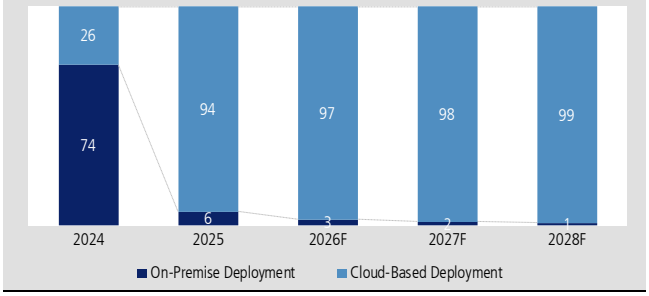
MiniMax 營收占比，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14: Z.AI 雲端 API 占比 2026 達 97%，快於預估

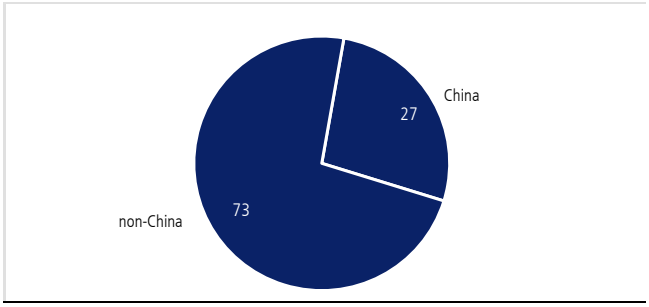
Z.AI 營收占比，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 15: MiniMax 73% 營收來自中國以外

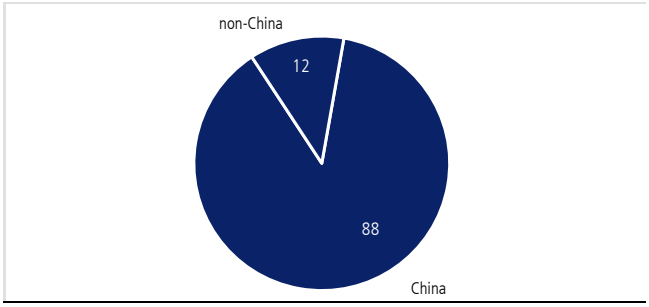
MiniMax 營收地區占比，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 16: 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

估值倍數快速收斂：Anthropic 184x → 21x、OpenAI 55x → 20x

私募倍數：營收成長快於估值

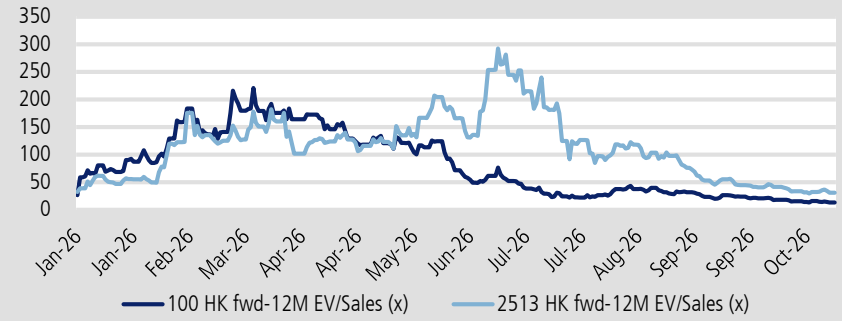
- Anthropic 估值兩年多成長 52 倍（US$18.4bn → 965bn），Equity／run-rate 由 184x 降至 21x，以 2026/9 run-rate 計僅 14.1x；OpenAI 估值 US$852bn，倍數由 55x 降至 20x（以 2026/9 計為 16.9x）。
- OpenAI 新一輪募資目標由 US$30bn 降至 20bn、傳聞估值由 US$1.4tn 降至 1.25tn，相當於 9 月 run-rate 約 US$50bn 的 25-28x；Anthropic 市傳估值區間相當於 3Q26 年化營收 US$68bn 的 22-29x。

港股對照：中系 labs 上市後倍數回落

- MiniMax、Z.AI 前瞻 EV/Sales 由高點約 220x／290x 降至約 12x／30x（受解禁及合計 HK$47bn 配售影響）；Anthropic 市傳 IPO 估值 US$1.5-2.0tn，相當於 2027F 營收 14-18x。

圖 17:: 港股中系 labs 前瞻 EV/Sales 自高點回落至 12-30x

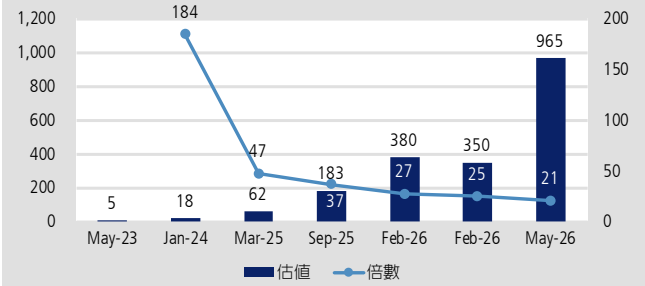
MiniMax、Z.AI Fwd-12M EV/Sales，倍



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 18: Anthropic 估值 2 年放大 52 倍，倍數 184x → 21x

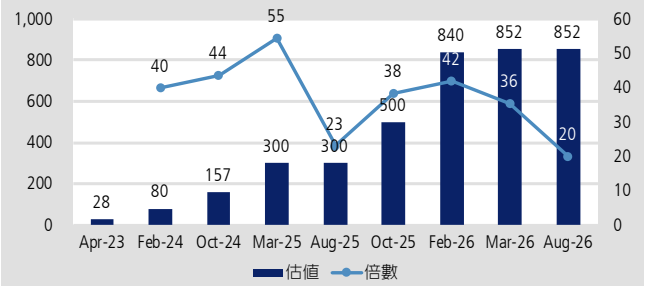
募資估值，US$bn（左軸）；Equity/年化 run-rate，倍（右軸）



資料來源：凱基整理

圖 19: OpenAI 估值 US$852bn，倍數由 55x 降至 20x

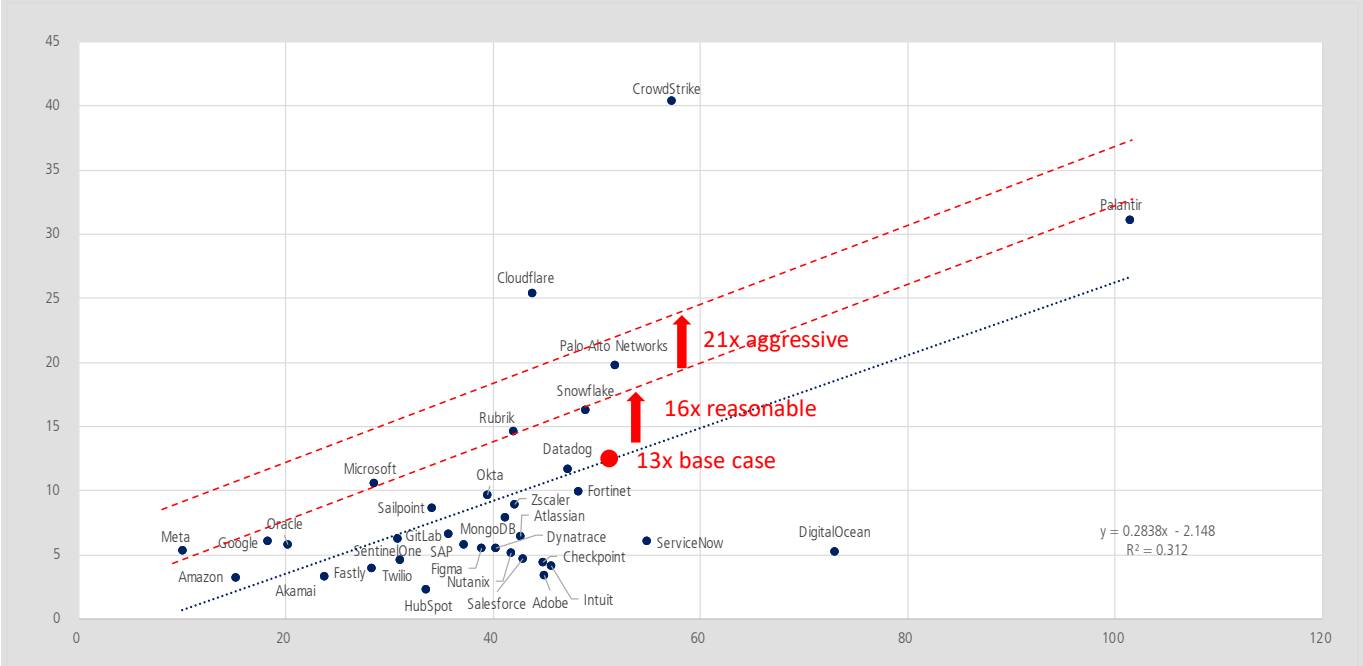
募資估值，US$bn（左軸）；Equity/年化 run-rate，倍（右軸）



資料來源：凱基整理

圖 20:：Anthropic 2027F EV/Sales 13/16/21x，對應市值 US$1.5/1.8/2.5tn

2027-30F 營收 CAGR＋2028F FCF margin，百分比 (x 軸)； 2027F EV/Sales，倍 (y 軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

Labs 毛利走向類比用量型 SaaS，資本強度則像晶圓代工

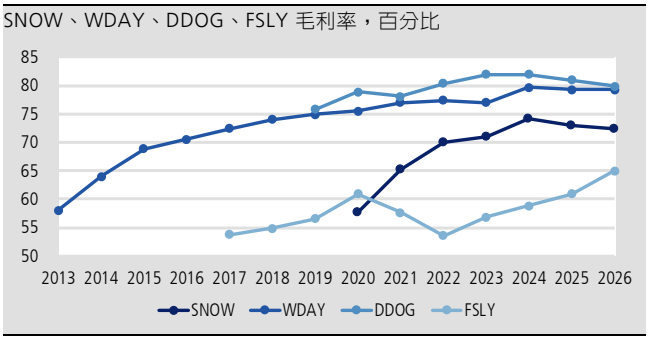
毛利率：用量型 SaaS 的規模化路徑

- 用量計價的 SNOW 毛利率由 2020 年 58% 升至 2024 年 74%、FSLY 由 54% 升至 65%、DDOG 維持 76-82%；顯示用量型業務毛利率隨規模擴張與單位成本下降改善，與 labs 推論成本下降路徑相近。
- KGI 預估毛利率（扣全部算力）：Anthropic 由 2026F 39% 升至 2030F 47%、OpenAI 由 −4% 升至 33%，仍低於成熟 SaaS 的 75–80%，主因訓練算力全數計入成本。

資本強度：更像晶圓代工

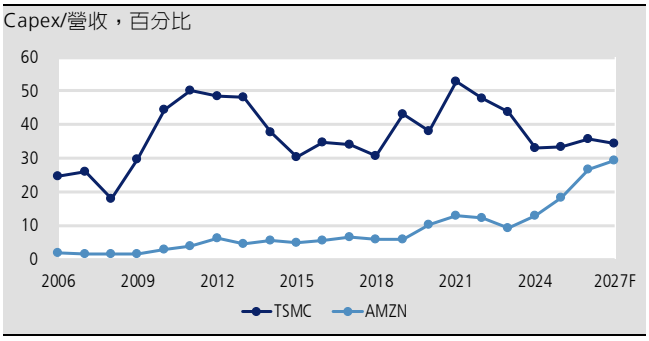
- TSMC 長期 capex／營收維持 30–50%，支撐 2026F 毛利率達 66%；AMZN 於 AI 投資期間，capex／營收由 2017 年 6.7% 升至 2026F 26.6%、2027F 29.4%。
- Labs 2026F 算力占營收 Anthropic 61%、OpenAI 104%，資本強度高於 TSMC；惟 labs 主要透過租約與合約取得算力，使 capex 轉為營運成本及表外承諾。

圖 21: 用量型 SaaS 毛利隨規模擴張：SNOW 58% → 74%



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 22: TSMC capex/營收長期 30-50%，AMZN 升至 2027F 29%



資料來源：Bloomberg；凱基

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。