# 軟體產業

AI Labs IPO 系列

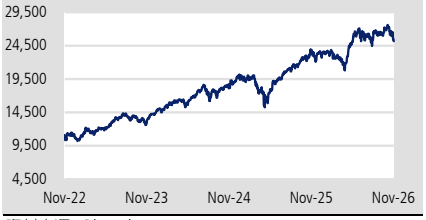
## TAM US$4tn+帶動 ANT 2027-30F 營收成長達 CAGR 32%

### 焦點內容

1. 合理 AI 潛在市場規模 US$4tn+，AI Labs 僅獲取 2.6%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，商業訂閱與 API 雙成長動能。

### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點




*資料來源：Bloomberg*

### 重要訊息

我們估算 Anthropic(ANT US) 2027 營收達 US$127bn vs. 2026 年 US$56bn 年增 127%，且 2027-30F 年複合成長率維持 32%。

### 評論及分析

**合理 AI 潛在市場規模 US$4tn+，AI Labs 僅獲取 2.6%價值。**ANT S-1 表示公司將產品定位為 Claude as a Virtual Collaborator，瞄準全球 10 億知識工作者，經濟產值 US$40tn，我們推估該數字係基於全球 GDP X 勞動所得占比 X 美國白領薪資占比換算，我們認為相對合理的 TAM 約 US$4tn+，係考量：(1)排除中國、白領結構依收入分級、考量實際 AI 可承接工作量、AI 帶動的成本節約；(2)聊天介面的數位廣告商機、Agentic Commerce 商機；(3)物理 AI、科學突破、消費性裝置等長期機會。以 ANT/OpenAI(OAI)2026 預估營收換算僅獲取 1.6/1%價值，仍有巨大成長空間。

**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。**我們估算 ANT 2027 營收規模 US$127bn 年增 127%，2027-30F 年複合成長率維持 32%，係考量：(1)OpenAI 2026 用戶數約 12 億，依流量市占率推估 Claude 2026 年用戶數約 2 億；(2)付費轉換率 16%對比 OAI 之 6%為 2.3 倍，ARPU 約每月 US$43 為 OAI 之 US$20 的 2.2 倍，係因高階訂閱比重較高；(3)新用戶 Cohort 第 6 個月留存率上升至 45%高於 2025 年低於 30%，用戶每日平均使用時間 25 分鐘居冠。故該司以 17%的 OpenAI 用戶規模便達到營收規模的 75%，更具經濟效益與行銷成本節約。

**Top 1%企業人均 AI 支出與 Top 10%差異 11x，商業訂閱與 API 雙成長動能。**Ramp 數據顯示 Top 1%企業人均 AI 支出每月 US$9,568 為 Top 10%的 11 倍，我們認為反映 AI 在 Coding 領域發揮巨大價值，考量商業與金融/管理的 AI 理論可承接工作達 94/91%與實際值 28/13%差異巨大，我們預期 AI 支出將在 Top 10%甚至中位數以上擴張，帶動：(1)M365 Copilot 訂閱戶數自 2026 年約 40mn 擴張至 2030 年達 1 億席次，ChatGPT/Claude 商用方案訂閱席次自 14/8mn 擴張至 38/32mn；(2)API 付費 Token 數自 2026 年約 40,000tn 成長自 2030 年之 690,000tn，2027-30F 年複合成長率達 93%。ANT 與 OAI 用量制營收占比自 2026 年之 77/54%至 2030 年之 73/61%，OAI API 銷售渠道自 Azure 擴大至 AWS 及 GCP 為重大催化劑，ANT S-1 顯示 Fortune 500/Global 2000 的客戶滲透率達 50%+/30%+，然而貢獻最高的 Top10 客戶支出仍佔客戶總 IT 支出未達 1%，顯示商業訂閱與 API 雙成長動能支應 AI labs 持續高速成長。

### 投資建議

我們樂觀看待 US$4tn+的 AI 潛在市場規模足以支應 Anthropic 與 OpenAI 達成 2027 營收規模 US$127/79bn，並於 2027-30F 維持 32/64%之年複合成長率。

### 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

- 兩家 2030F 營收合計 US$645bn（Anthropic 293／OpenAI 352）；5 年增量 US$628bn，67% 來自用量制。
- 全球付費 token 2025—30F 成長 144 倍；Anthropic API 單價 2026F US$5.8 → 2030F 3.1／百萬 token，API 營收市佔 2025 年 54% → 2030F 26%。
- 規模：2030F 兩家營收＝IGV 106 家軟體股營收池的 41%、Top-4 CSP 營收的 17%。
- Capture：營收 ÷ KGI TAM 2030F Anthropic 7.0%、OpenAI 7.4%。

**圖 1: 凱基估算 ANT 2027F Sales US$127bn w/ 32% CAGR @2027-30F**

| 項目 | 公司 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | CAGR 2027–30F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 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** | **56** | **127** | **184** | **245** | **293** | **32%** |
| 訂閱制（個人＋企業席次） | Anthropic | 1 | 12 | 25 | 40 | 54 | 69 | 40% |
| 用量制（API，含 Claude Code） | Anthropic | 4 | 43 | 100 | 140 | 184 | 215 | 29% |
| 其他 | Anthropic | 0 | 1 | 2 | 4 | 7 | 10 | 68% |
| **營收** | | **13** | **39** | **79** | **150** | **247** | **352** | **64%** |
| 訂閱制（個人＋企業席次） | OpenAI | 11 | 16 | 26 | 37 | 49 | 61 | 33% |
| 用量制（API，含 Codex） | OpenAI | 2 | 21 | 44 | 85 | 150 | 213 | 70% |
| 廣告＋購物＋其他 | OpenAI | 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 | 200 | 310 | 437 | 547 | 638 | 27% |
| 付費轉換率（付費 ÷ 用戶） | ChatGPT | 5% | 6% | 7% | 8% | 8% | 8% | |
| | Claude | 8% | 14% | 16% | 15% | 16% | 15% | |
| 高階訂閱比例（占付費用戶） | ChatGPT（Pro） | 1% | 2% | 3% | 3% | 4% | 5% | |
| | Claude（Max／Ultra） | 10% | 16% | 16% | 20% | 20% | 24% | |
| Blended ARPU（個人＋企業，美元／月） | OpenAI | – | 20 | 20 | 20 | 21 | 21 | 2% |
| | Anthropic | – | 43 | 43 | 46 | 45 | 48 | 4% |
| 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 66%）：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 | 40,000 | 96,000 | 215,000 | 405,000 | 690,000 | 93% |
| 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% | 60% | 61% | 59% | 60% | 57% | |
| API 市占率（以營收計） | Anthropic | 54% | 43% | 46% | 37% | 31% | 26% | |
| | OpenAI | 26% | 22% | 21% | 22% | 24% | 25% | |
| API 平均單價（每百萬 token，美元） | Anthropic | – | 5.8 | 5.0 | 4.3 | 3.8 | 3.1 | |
| | OpenAI | – | 2.6 | 2.2 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | |
| 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% | 9% | 12% | 15% | 17% | |
| ÷ IGV 106 家軟體股營收池 | 兩家合計 | 3% | 12% | 22% | 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% | 1.6% | 3.5% | 4.8% | 6.1% | 7.0% | |
| | OpenAI | 0.3% | 1.0% | 1.9% | 3.4% | 5.4% | 7.4% | |

*資料來源: Anthropic；凱基預估*

## S-1「>US$40tn」是白領薪資池不是 AI 市場 vs. KGI TAM 2030F US$4.8tn

### S-1「>US$40tn」TAM ＝ 全球白領薪資池

- 依 ANT S-1 方法以官方數據重建：World Bank 2025 GDP US$118tn × ILO 勞動所得占比 52.7% × BLS 美國白領薪資占比 69.3% ≈ US$43tn；白領採窄定義（47%）則僅 US$29tn。
- 我們認為這是 AI 可觸及的薪資，不是可收費市場：扣除中國（−US$6.9tn）、改用各收入組別的白領結構（−US$6.6tn）後，ex-China 白領薪資池為 US$29.7tn。

### KGI TAM 2030F US$4.8tn，ToB 占 77%

- ToB＝白領薪資池 2030F US$37tn × 長期可由 AI 承接 50% × AI 定價為人力成本 20%＝US$3.7tn；2025 年同口徑 US$3.0tn，僅 S-1 口徑的 7%。
- 其餘為廣告 US$0.54tn、訂閱 0.21tn、購物 0.08tn、其他 0.25tn。

### 2030F 營收 capture TAM 仍僅 ~7%

- 營收 ÷ KGI TAM：Anthropic 2026F 1.6% → 2030F 7.0%（分母為可觸及 TAM US$4.2tn，不含廣告／購物）、OpenAI 1.0% → 7.4%；
- 對照網路／軟體公司 IPO 當年 0.1—0.6%、成熟龍頭 Google 廣告 ~43%，TAM 不是 2030F 營收的限制。
- Study case：Uber S-1（2019）三項 TAM 加總 US$12.3tn，2025 營收 US$52bn 僅占 0.4%；Anthropic 2030F 營收 ÷ S-1 >US$40tn 亦僅 ~0.7%：S-1 TAM 是敘事，不是營收錨。

**圖 2: S-1 口徑 US$43tn，KGI ToB TAM 僅 US$3.0tn**

| 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%＊<br>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%＊<br>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＊<br>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%<br>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＊<br>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*

## AI 滲透率僅 17%、付費率 ~8%：兩家 2030F 營收 2/3 來自 API 用量

### AI 使用仍在早期：全球滲透率 17%、付費僅 ~8%

- Global-ai-adoption 追蹤：全球 AI 使用者由 2023 年 4.4 億人增至 2026 年 14.2 億人，占人口比重 5.4% → 17.1%；其中 92% 只用免費 chatbot。
- 非免費使用者（訂閱、coding、開發工具、AI 從業者）占比四年來穩定在 7.5—8.3%：用戶擴張不是瓶頸，變現才是。

### 商業模式 2×3：ToC／ToB × 訂閱制／用量制

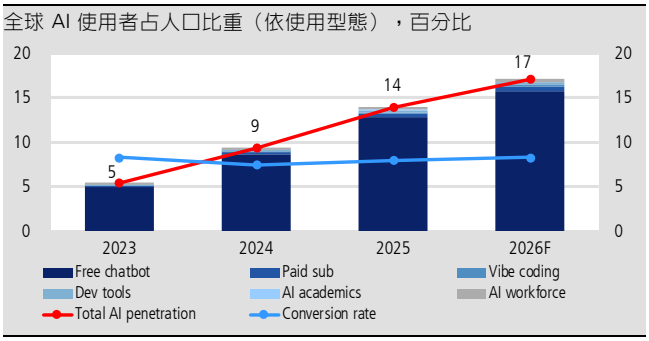
- 依 Anthropic S-1 計價口徑拆分：訂閱制＝ToC 個人方案＋ToB 席次；用量制＝ToB API＋ToC 廣告／購物；顧問、政府與研究合作列「其他」。

- KGI 預估兩家 2030F 營收合計 US$645bn，API 用量占 66%、訂閱制 20%、廣告／購物／其他 14%；2025—30F 增量 US$628bn 中 67% 來自 API 用量（API、Claude Code、Codex）。

**估算主軸：人 × 付費率 × ARPU；token × 市佔 × 單價**

- 訂閱制＝用戶 × 付費轉換率 × ARPU（ToB 為席次 × ARPU）；用量制＝全球付費 token × 市佔 × 單價；廣告與購物另以 ad-tier 用戶 × ARPU、GMV × take rate 估算。
- 各線以 S-1 與官方里程碑校準（ChatGPT WAU >10 億、個人付費 >5,000 萬、廣告年化 US$10 億），未揭露處以第三方 panel 交叉驗證。

**圖 3: 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 4: 2030F 兩家營收 66% 來自 API 用量，訂閱僅 20%**

| | 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*

## ChatGPT 流量市佔 56% 穩居龍頭；Claude 高階方案占比 7.3%、變現力較佳

**流量：ChatGPT 止跌回升，Claude 由 2% 升至 10%**

- Similarweb 網站流量市佔：ChatGPT 由 2025/10 的 72% 降至 2026/5 的 53%，9 月回升至 56%；同期 Gemini 14% → 25%、Claude 2% → 10%（2-4 月躍升最快）。
- 用戶規模仍差約 6 倍：ChatGPT WAU 官方 12 億（2026/9），Claude 約 2 億、僅其 1/6（KGI 依網頁流量比 17% 推估，Claude 未揭露）。
- 催化劑：7 月 GPT-5.6 與 ChatGPT Work 上線；11/2 宣布 Chat／Work 合併，先開放部分用戶。

**變現：Claude 付費者偏高階**

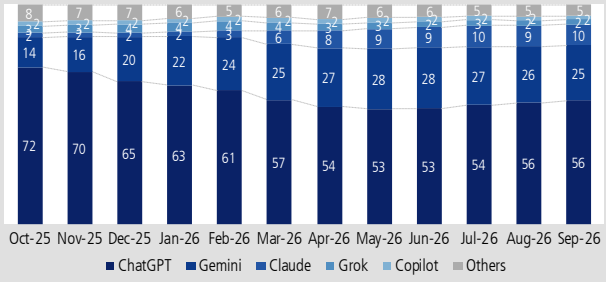
- a16z（美國，2026/8）數據顯示：Claude 付費者 7.3% 使用 Max（US$100+），ChatGPT Pro、Google Ultra 各僅 1.3%；ChatGPT 另有 12.8% 用 US$8 的 Go 方案。
- Recon Analytics 調查付費比例 Claude 58%、ChatGPT 42%、Gemini 23%：Claude 用戶以工作場景為主，付費意願最高。

**KGI 預估：Claude ARPU 約 ChatGPT 的 2.2 倍**

- 依 S-1/A 訂閱營收校準，Claude ToC_Subs ARPU 2026F US$40／月 vs. ChatGPT US$18；差距主要來自 Max／Ultra 占比（15.8%）與實收價格。

**圖 5: ChatGPT 流量市佔 7 月起回升至 56%**

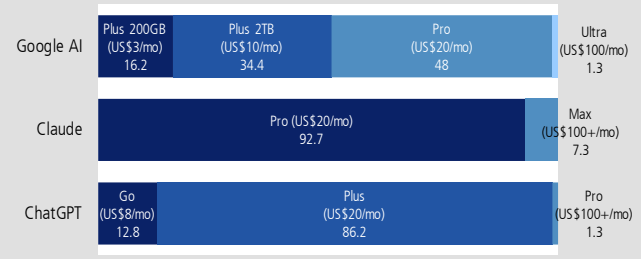
AI chatbot 網站流量市佔率，百分比




*資料來源：Similarweb；凱基*

**圖 6: 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*

## 2030F ChatGPT 用戶 26 億、Claude 6.4 億；Claude 付費率維持 ~2 倍

### 用戶：ChatGPT 接近天花板，Claude 成長較快

- ChatGPT WAU 2026/8 官方 >10 億、9 月 12 億；KGI 預估 2030F 26 億（＝公司規劃），約 ex-China 網路人口 55 億的 47%，接近天花板。
- Claude 2026F 2 億＝ChatGPT 的 1/6（依網頁流量比 17%；Sensor Tower 22%、行動 DAU 僅 1/22，panel 漏計桌面版與 Claude Code）；2030F 6.4 億，CAGR 27% vs. ChatGPT 18%。

### 付費轉換率：Claude ~15%，約 ChatGPT 2 倍

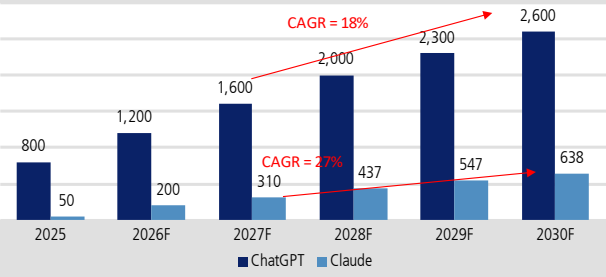
- ChatGPT 個人付費 2026/2 官方 >5,000 萬人；KGI 2026F 7,500 萬（6.3%）→ 2030F 2.2 億（8.5%，同公司規劃），US$8 Go 方案拉高付費率、壓低 ARPU。
- Claude 依 S-1/A 訂閱營收校準：付費 2026F 2,880 萬（14.4%）→ 2030F 9,620 萬（15.1%）；Recon 付費比例 58% vs. ChatGPT 42% 支持此結構。

### 營收含意：Claude 擁有更好的 ToC 訂閱利潤率

- 2030F 個人訂閱營收 Claude US$52.4bn 超過 ChatGPT US$48.8bn（2028F 起超車）：Claude 用戶僅 ChatGPT 的 25%，但付費率 ~2 倍、ARPU US$49 vs. 20。

**圖 7: Claude 用戶 2027-30F CAGR 27%，快於 ChatGPT**

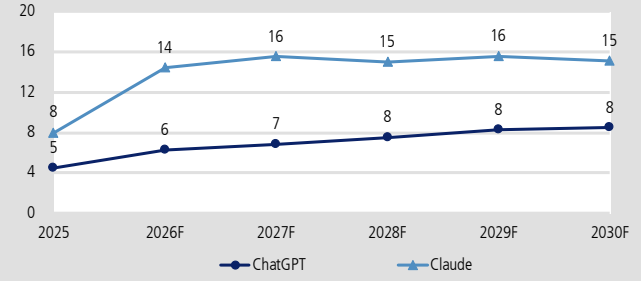
AI 助理用戶數，百萬人




*資料來源：ChatGPT；凱基預估*

**圖 8: Claude 付費轉換率 ~15%，約 ChatGPT 的 2 倍**

個人付費轉換率＝期末付費 ÷ 用戶，百分比




*資料來源：Claude 依 S-1 校準；凱基預估*

## Claude 留存與黏著度追上：6 個月留存 45%、日均使用 25 分鐘居冠

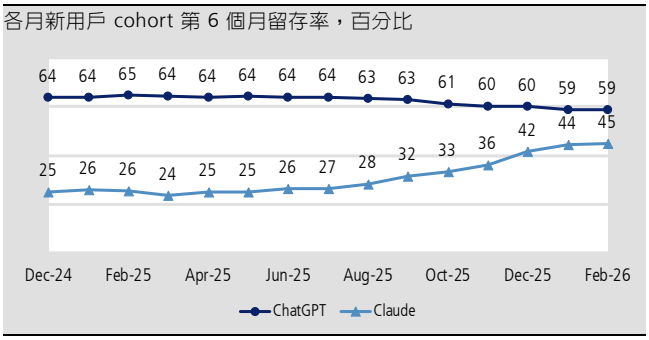
### 競爭：留存與黏著度顯示 Claude 新 cohort 品質快速改善

- 投資人可能會擔心 AI 應用層出不窮競爭加劇，例如近期 Agent 產品 Grok bot, ChatGPT dots, Meta Muse, Instinct…，反之，有新產品出現具備前緣模型的公司仿造的速度也會奇快無比
- Similarweb 網頁 cohort：Claude 各月新用戶第 6 個月留存由 26% 升至 45%，與 ChatGPT 的缺口收斂至 14pp；我們認為工作場景（coding、文件）用戶流失率較低。
- Apptopia：Claude 每位 DAU 日均使用 25.4 分鐘，高於 ChatGPT 22.7、Grok 22.5；開啓次數 8.5 次與 ChatGPT 8.6 相當，差異在使用深度而非頻次。呼應以 Mobile 市佔率估計 Claude 用戶數可能低估。
- 催化劑：Reset 最大方的 ChatGPT 近期亦開始縮減同方案的可使用 Token 數。

### 風險觀察指標：Claude Token 優惠或 Reset 券頻次增加

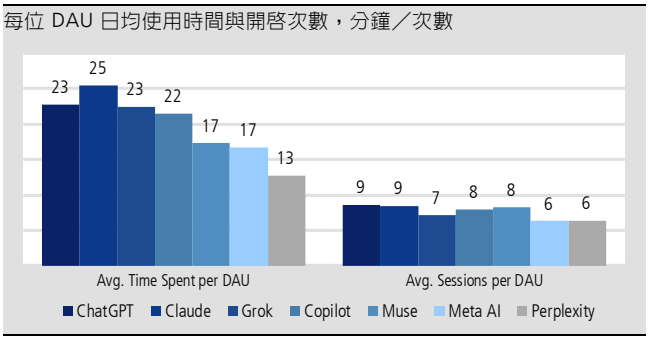
- Claude 在優惠政策上態度強硬，後續是否轉向需留意，同時影響 Margin 與競爭格局
- 若 Claude 6 個月留存回落至 30% 以下，或 Max／Ultra 占比 2027F 未達 15%，我們將下修 Claude 付費率與 ARPU 假設。

**圖 9: Claude 6M 留存升至 45%，與 ChatGPT 差距縮至 14ppts**




*資料來源：Similarweb；凱基*

**圖 10: Claude 日均使用 25 分鐘居冠，頻次與 ChatGPT 相當**




*資料來源：Apptopia；凱基*

## Anthropic 企業滲透率 5 月起超越 OpenAI；token 量升、支出暫歇

### 企業採用：Anthropic 後來居上

- Ramp AI Index（美國企業卡與帳單交易）：付費使用 AI 的企業比率 2026/9 達 56%；Anthropic 5 月以 41.0% 首度超越 OpenAI 39.5%，7 月 43.5% vs 39.7%。
- Menlo Ventures（2025/12）企業 LLM API 支出市佔 Anthropic 40%、OpenAI 27%、Google 21%，coding 市佔 Anthropic 54%：coding／agent 是 Anthropic 領先主因。

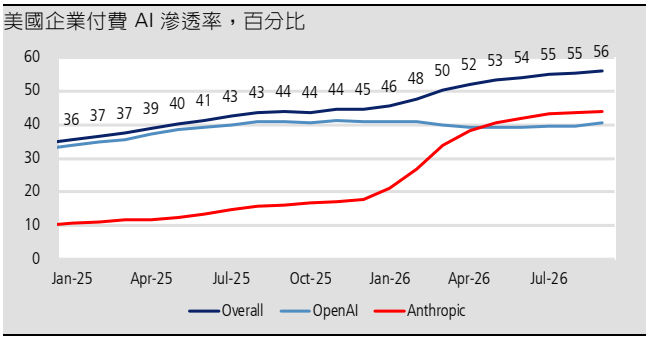
**Token 用量 vs 支出：短期脫鉤**

- Ramp 指數顯示 token 用量 8 月後續創新高，支出則自 8 月高點回落後才回升，單位 token 支出下降。
- 「量升價跌」與 Vercel 數據一致（開放權重占 token 72%、支出僅 23%）：前緣模型的價值在高價值 agent 工作負載，而非 token 總量。
- 我們認為支出停滯源於成本優化（模型路由、快取、改用較便宜模型）與資安／合規風險評估，屬預算週期現象，1Q27 新年度 IT 預算啓動後可望重新放量。

**近期觀察：採用深化，成本控管同步升溫**

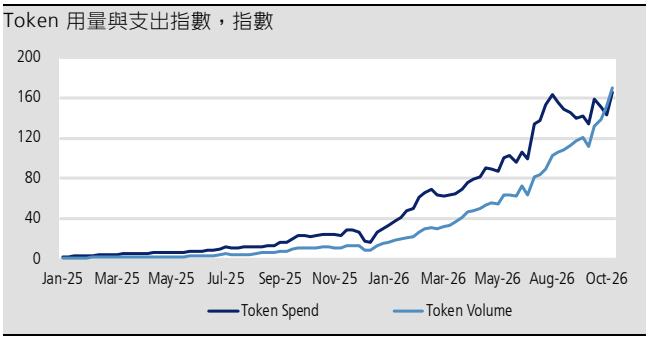
- S-1/A：TTM ≥US$100k 客戶由 YE25 ~1,500 家增至 9/30 >11,900 家、≥US$1mn >1,900 家；>50% 同時用 Claude Platform 與第一方應用（4Q25 ~30%）。
- Anthropic 10/28 推 Smart Reports 與共用預算；Jellyfish 客戶樣本：其工具占提交審查程式碼修改近 1/3、支出年初至今 10 倍、約占工程成本 2%，多數 CFO 未編入預算。

**圖 11: Anthropic 企業滲透率 5 月起超越 OpenAI**




*資料來源：Ramp AI Index；凱基*

**圖 12: Token 用量續攀升，支出 8 月後成長停滯**




*資料來源：Ramp；凱基*

**席次：M365 Copilot 2030F 1 億席居首；API：付費 token CAGR 93%**

**席次（ToB_Seats）：M365 Copilot 主導**

- KGI 預估 M365 Copilot 2025 年 1,500 萬席 → 2030F 1 億席（M365 商用 ~5.5 億席的 18%）；ChatGPT Business／Enterprise 2030F 3,800 萬席、Claude Team／Enterprise 2026F 800 萬 → 2030F 3,200 萬席（S-1/A 校準後）。
- ARPU：OpenAI US$28／席（Business US$20—25、Enterprise US$60 × 方案組合、折扣 15%）；Anthropic US$54 → 47，含用量的 Enterprise 方案占比較高（依 S-1/A 校準）。

**API（ToB_API）：全球付費 token 5 年 144 倍**

- 全球付費 token 年用量 2025 年 4,800tn，由 GOOGL/OAI 有時會公告里程碑 token/min，外加市佔率估計反推
- 2030F 690,000tn（2027-30F CAGR 93%），由 coding／agent 長任務帶動；API 均價每年約降 14%（含 tier mix）。
- 頂級模型（Tier 1／2）只占 token 的 19—35%，卻貢獻約 60% API 營收；open-weight hosting 量大價低，市佔應以營收而非 token 計，1H26 Survey 亦支持企業優先採用前緣模型（趨勢是否持續待追蹤）。

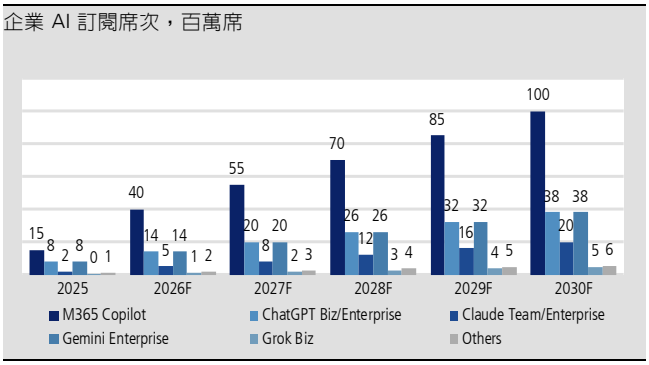
**規模檢核：呼應 OpenAI 近期轉向 ToB (incl. Sub & API)市場**

- 2030F 兩家 API 營收合計 US$428bn，約為席次營收 US$28bn 的 15 倍：企業 AI 支出主戰場是用量制，不是 per-seat 授權。

**Study case：Claude Code 前 5% 用戶支出約 20 倍**

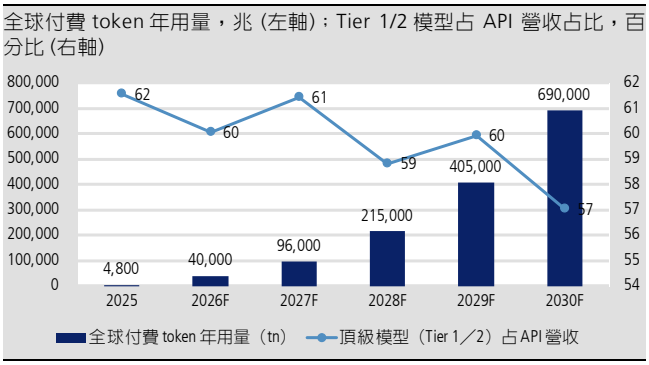
- S-1/A：未用 Claude Code 的 Enterprise 用戶月均 <US$75，用 Claude Code 的前 5% 約 20 倍：席次是入口，用量才是主體。

**圖 13: M365 Copilot 2030F 1 億席居首，Claude 2,000 萬席**




*資料來源：凱基預估*

**圖 14: 付費 token CAGR 93%，頂級模型占 API 營收 ~60%**




*資料來源：凱基預估*

## AI 支出集中在頭部：Top 1% 企業每人月支出 US$9,568、年增 3.8 倍

**企業支出：頭部擴張最快，中位數仍低**

- Ramp 每員工每月 AI 支出（2026/9）：中位數 US$15.7、Top 10% US$813、Top 1% US$9,568；Top 1% 年增 3.8 倍、中位數 3.1 倍，AI-native 與軟體公司是 API 用量主力。
- 我們側面了解到 META 軟體工程師 US$5000/mon/person 是均值，若 AI 能力擴展至其他 KW 則 Top 10%支出應該能快速提升。
- 意含：企業 AI 支出不是「人頭 × 席次費」，而是少數重度工作流程的 token 消耗——用量制天花板遠高於席次制。

**個人付費：多數自掏腰包，雇主付費者花更多**

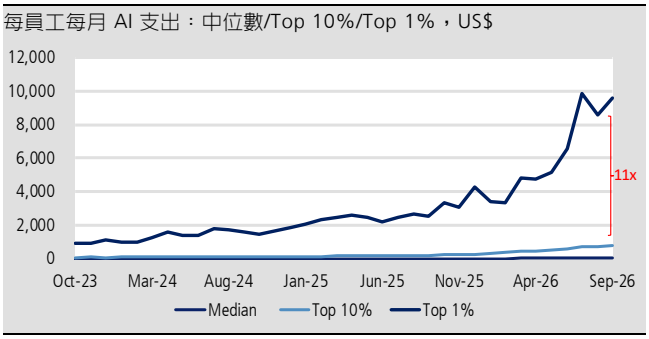
- Menlo Ventures 消費者調查：48% 付費者自行負擔、34% 由家人朋友付費、僅 20% 由雇主或學校買單；但雇主付費者月均 US$95，高於自付者 US$55。

- 我們認為企業尚未普遍為員工採購 AI：席次滲透仍有空間，且部分 ToC 訂閱實為工作用途。支持 App. SW AI Add on 可同步增加，平均每人 AI 訂閱數量上揚。

**KGI 演算法**

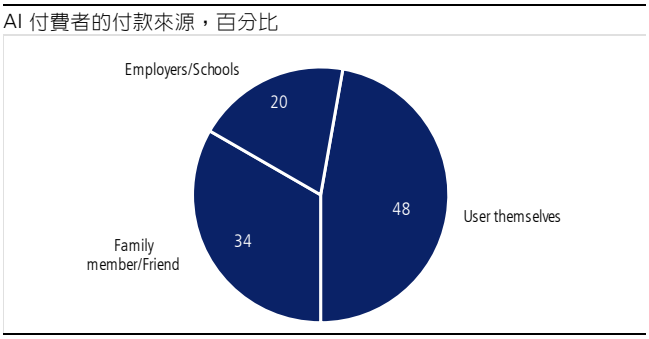
- ToB_Seats＝席次 × ARPU；
- ToB_API＝付費 token（Tier 1-5 分層）× 市佔 × 單價。
- Top-down 檢核：企業 AI 支出 ÷（SG&A＋R&D）2025 年 4.0% → 2030F 10.2%，其中付給模型公司 0.6% → 3.1%。

**圖 15: Top 1% 企業人均 AI 支出高出 Top 10% 約 11 倍**




*資料來源：Ramp；凱基*

**圖 16: 僅 20% 付費者由雇主或學校買單**




*資料來源：Menlo Ventures；凱基*

## AI 能力遠超實際採用：電腦與數學理論 94%、實際僅 33%

**滲透空間：理論可承接遠高於實際使用**

- Anthropic Economic Index（2026/3）：電腦與數學職類理論上 94% 任務可由 AI 承接，實際觀察僅 33%；商業與金融 94% vs 28%、管理 91% vs 13%。
- 多數白領職類落差逾 50pp，瓶頸在系統整合、權限與信任，而非模型能力——正是 FDE、agent 平台與 MCP 等生態系工具要解決的問題。

**能力曲線：可自主完成的任務時長快速拉長**

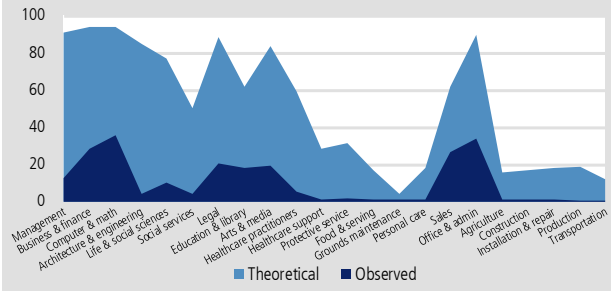
- METR：50% 成功率下 AI 可完成的任務時長，由 GPT-4 的數分鐘升至 Claude Opus 4.6 的 ~12 小時；Claude Mythos Preview（早期版）已超過 16 小時的量測上限。
- 任務越長，單次 agent 任務耗用的 token 越多：這是我們預估全球付費 token 5 年成長 144 倍的主要依據。
- 我們假設企業 AI 支出 ÷（SG&A＋R&D）由 2025 年 4.0% 升至 2030F 10.2%，相對理論可承接比率仍屬保守

**S-1/A 佐證：大客戶錢包份額仍低**

- >50% Fortune 500 已是 ≥US$100k 客戶，但 Anthropic 營收平均僅占其總費用 <0.1%，前 10 大 <1%、為平均 8 倍以上（3Q26，p.145）：向前 10 大收斂即有數倍空間，KGI 僅假設企業 AI 支出占比 5 年增為 2.5 倍。

**圖 17: 多數白領職類 AI 理論承接率逾 80%，實際僅 5-35%**

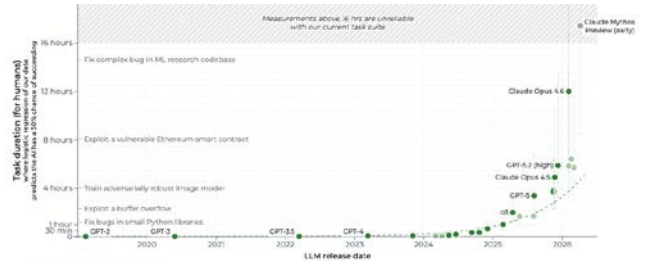
各職類 AI 理論能力值 vs 實際觀察值，百分比




*資料來源：Anthropic Economic Index；凱基*

**圖 18: AI 可自主完成的任務時長已達 ~12 小時**

50% 成功率下 AI 可完成的任務時長，小時




*資料來源：METR；凱基*

## ChatGPT 廣告 7 個月達 US$10 億 run-rate；KGI 2030F 廣告營收 US$35.7bn

### 現況：OpenAI 廣告基建快速到位

- ChatGPT 廣告 2026/2/9 上線，6 週內 ARR 破 US$1 億、8/31 年化 run-rate US$10 億、>40 國（官方）；5/5 推出 Ads Manager 與 CPC 計價，並串接 Amazon DSP、Shopify、HubSpot。
- 成效仍在價格發現期：試點 CTR 0.91%（Google 搜尋 6.4%，Adthena）、實現 CPC US$1.72（Opascope 單一帳戶）、CPM 由 US$60 降至 25（Digiday）。

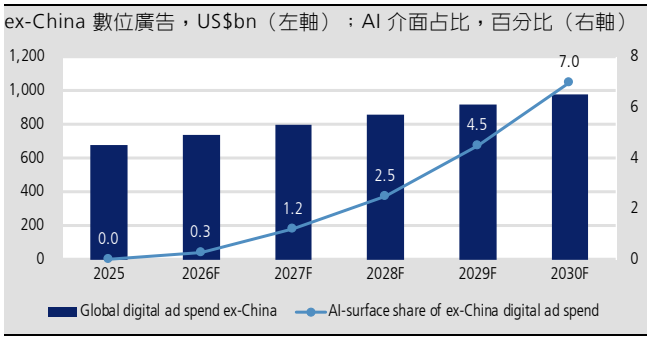
### KGI 預估：主法 ad-tier 用戶 × ARPU

- 2030F OpenAI 廣告營收 US$35.7bn＝23.8 億 ad-tier 用戶 × 年 ARPU US$15（約 Meta FY25 ARPP US$57 的 1/4）；top-down（AI 介面廣告池 US$68.6bn × 市佔 42%）得 US$28.8bn、query-based 僅 US$8.9bn；base 採 bottom-up，隱含市佔 52%。
- AI 介面廣告占 ex-China 數位廣告 2026F 0.3% → 2030F 7.0%；Anthropic 維持無廣告政策（2026/2 官方），廣告營收為 0。
- 公司內部目標 2030 年廣告 US$100bn（Axios 轉述投資人簡報），為 KGI 的 2.8 倍。

### 近期事件：量在擴，變現仍在驗證

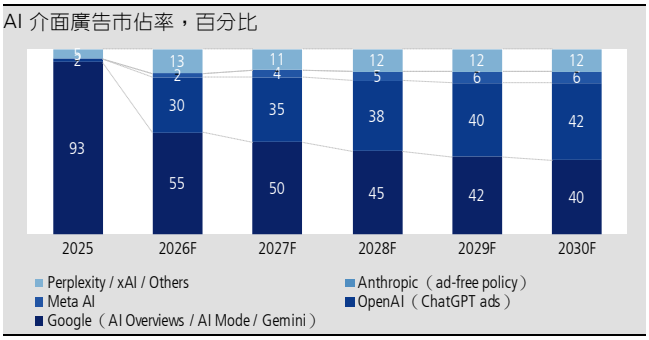
- ChatGPT 廣告 10/21 擴至 89 國（Reuters），但市場解讀 Alphabet 3Q26 AI Mode 變現仍低；KGI 2030F ARPU US$15（Meta 57、Snap 12.6）隱含 CPC ~US$20，遠高於實現 US$1.72。

**圖 19: 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 20: ChatGPT 廣告市佔 2030F 42%**




*資料來源：凱基預估*

## Agentic commerce 滲透緩慢：AI 帶動 GMV 2030F 占 12%，可收費僅 45%

### 市場：AI 影響的 GMV 成長快，可收費比例低

- ex-China 電商 GMV 2025 年 US$3.2tn → 2030F US$4.5tn（第三方估計，年增 ~7%）；AI 影響（導流／研究／結帳）占比由 0.5% 升至 2030F 12%，即 US$540bn。
- 只有原生結帳（Instant Checkout／ACP）或有分潤協議的導流收得到費用：可收費比例 2025 年 5% → 2030F 45%（US$243bn）；Shopify 導流至 ChatGPT 目前費率為 0%。

### 競爭：份額比廣告分散

- OpenAI（Instant Checkout 2025/9、Instacart、Walmart）2030F 份額 35%、Google（AI Mode、UCP 2026/1）30%、Amazon（Rufus、Buy for Me）18%；零售商自建 agent 使 lab 難以獨占。

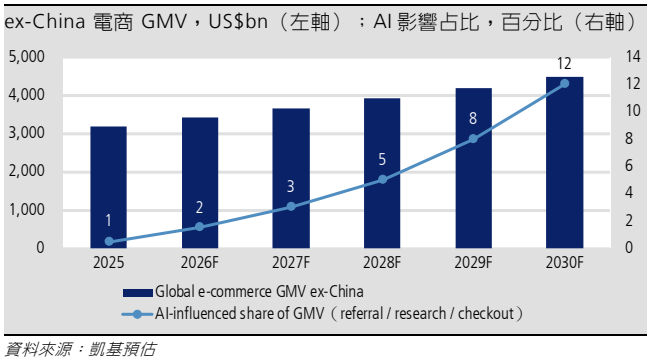
### KGI 預估：購物是選擇權，不是主軸

- Take rate 2026F 0.5%（ChatGPT 目前對站內購物不收費）→ 2030F 7%（Instacart 交易收入／GTV 7.19%、Amazon 推薦費 8—15% 為上緣）；OpenAI 2030F 購物營收 US$6.0bn、Anthropic 0.3bn，合計不到兩家營收 1%。

### Study case：Instinct

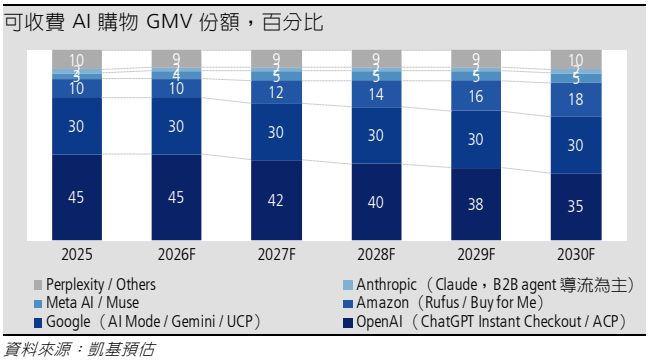
- Instinct：40% 用戶三週內綁卡、年化交易額 >US$1bn、尚未收費（創辦人轉述，a16z）；KGI chatbot 路徑可收費 GMV 2030F US$114bn，介於第三方 base US$45bn、bull 155bn 之間偏樂觀。

**圖 21: Agentic commerce 緩慢滲透，2030F 占 GMV 12%**




*資料來源：凱基預估*

**圖 22: 購物份額較分散：2030F OpenAI 35%、Google 30%**




*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<br>郵政編號：201103 |
| **台灣** | 台北 | 104 台北市明水路 700 號<br>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<br>電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800 |
| **泰國** | 曼谷 | 8th - 11th floors, Asia Centre Building<br>173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand<br>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<br>郵政編號：068807<br>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<br>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。