下载日志已记录，仅供内部参考

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

Anthropic：安全筑基、Coding 破局，迈向企业级智能平台

传播文化业

评级： 增持

■ Anthropic 深度研究报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
陈筱(分析师)	021-38675863	chenxiao@gtht.com	S0880515040003
陈星光(分析师)	021-23219104	chenxingguang@gtht.com	S0880525040043
赵祷旋(分析师)	021-23183268	zhaoyini@gtht.com	S0880526080002

本报告导读：

Anthropic 聚焦企业级 AI 市场，安全可控与 Coding、Agent 优势推动 API 及企业订阅快速增长，企业客户更稳定的需求、较强付费能力和模型定价溢价有望支撑收入增长与毛利率持续改善。

投资要点：

- **安全与对齐形成差异化定位，商业化验证推动估值及资本市场进程加速。**Anthropic 由前 OpenAI 核心成员创立，以 Constitutional AI、RSP 及长期利益信托构建覆盖模型研发、部署和公司治理的安全体系，更契合企业客户对数据、权限和模型可控性的要求。随着 Claude 模型、企业 API 及 Claude Code 收入增长，公司估值已升至 2026 年 5 月的 9650 亿美元，并已推进 IPO 申报及投资者沟通。
- **Coding 与 Agent 能力构成模型竞争重点，多云多芯片保障持续迭代。**Claude 通过 Haiku、Sonnet、Opus 及 Fable 覆盖不同任务复杂度和成本需求，其中 Coding、工具调用及长时间自主执行能力处于行业前列。公司以 AWS 为主要合作伙伴，同时接入 Google TPU、Microsoft Azure 及 NVIDIA GPU，并推进定制数据中心建设，在扩大算力储备的同时降低对单一云厂商和芯片路线的依赖。
- **企业 API 为主要收入来源收入，Claude Code 打开增量空间。**公司已形成个人订阅、企业方案、Claude Code、Cowork、API 及云平台分发等产品矩阵，收入由 Token 调用、席位订阅及实际使用量共同驱动。API 仍是主要收入来源，Claude Code 则凭借 Agentic 重构软件开发，打开第二增长曲线。随着 Agent 由编程进入办公及更多行业流程，公司有望从工具提供商向企业服务环节进一步拓展。
- **企业客户、模型溢价与使用深度共同推动经营效率改善。**公司收入由 2024 年的 3.81 亿美元增至 2025 年的 45 亿美元，毛利率由-94%提升至约 40%，2026 年有望进一步改善。企业客户需求更稳定、付费能力更强，且编程、研究和业务流程等任务的投入回报更易量化；Claude 领先的任务完成能力支撑较高 Token 定价，随着客户数量、调用规模和推理效率提升，收入增长有望继续转化为毛利率改善，但算力和人员投入仍处于较高水平。
- **风险提示：**模型迭代及竞争加剧；企业 AI 需求与商业化不及预期；模型安全、隐私及监管风险；高算力投入与现金流压力；云厂商合作、芯片供应及 IPO 进程变化风险。

相关报告

传播文化业《头部游戏公司中报业绩出色，关注 AI 带来的中长期成长机会》2026.08.29

传播文化业《《黑神话：钟馗》实机演示首曝光，3A 游戏《影之刃零》预售表现强劲，关注 26 下半年优质游戏供给》2026.08.22

传播文化业《腾讯游戏业务表现亮眼，海内外大模型迭代加速》2026.08.15

传播文化业《游戏增长态势良好，重磅影片空降定档》2026.08.09

传播文化业《Kimi K3 开源，国产模型加速迭代渗透》2026.08.02

j

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 公司概况：以安全与对齐为基，聚焦企业级 AI 平台 3
1.1. 发展历程：从 AI 安全研究走向规模化商业化 3
1.2. 治理及股权控制架构：资本表决权与长期利益信托共同制衡 3
1.3. 团队核心成员：前 OpenAI 成员主导，研发与商业化人才持续扩充 4
1.4. 安全与对齐：全流程安全体系构建企业信任基础 5
2. 融资与资本市场进程：估值持续跃升，IPO 进入监管申报阶段 5
2.1. 融资与估值：多轮融资推动估值大幅提升 6
2.2. IPO 进展：监管申报与投资者沟通同步推进 7
3. 模型与算力：聚焦 Coding 与 Agent 能力，多云多芯片支撑模型迭代 7
3.1. 模型迭代与分层：Haiku、Sonnet 与 Opus 覆盖不同需求 7
3.2. 模型能力：Coding 与 Agentic 领跑，安全性强化 8
3.3. 多云多芯片保障模型训练与推理 11
4. 商业模式：API 贡献主要收入，Claude Code 打开增长空间 12
4.1. 产品矩阵：覆盖个人、开发者与企业客户 12
4.2. Claude Code：Agentic 重构软件开发，打开第二增长曲线 13
4.3. API 调用：企业主要收入来源 14
4.4. 企业市场：订阅与行业拓展 14
4.4.1. Team 与 Enterprise 订阅 14
4.4.2. 企业客户为何选择 Anthropic 15
4.4.3. 行业拓展：AI Agent 打开企业服务市场 15
5. 经营分析：企业聚焦与模型优势驱动增长 16
5.1. 财务表现：收入快速增长，毛利率持续改善 16
5.2. 经营优势：企业聚焦与模型溢价支撑高效增长 17
6. 风险提示 18

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 公司概况：以安全与对齐为基，聚焦企业级 AI 平台

1.1. 发展历程：从 AI 安全研究走向规模化商业化

Anthropic 成立于 2021 年，由前 OpenAI 研究副总裁 Dario Amodei 等核心成员创立，定位为“AI 安全与研究公司”。公司成立初期聚焦模型安全性、可控性和可靠性研究，提出 Constitutional AI 方法，并于 2022 年完成 5.8 亿美元 B 轮融资。2023 年，Anthropic 推出 Claude 系列模型，正式开启商业化进程，并先后与 Google Cloud、Amazon 建立合作，通过云计算资源和企业渠道扩大模型服务能力。2024 年，公司发布 Claude 3 系列模型，其中 Claude 3 Opus 首次在多项能力评测中超过 GPT-4，同时推出 Artifacts、Computer Use 等功能，产品形态由聊天助手向代码生成和计算机操作工具拓展。2025 年以来，Anthropic 围绕 Claude Code、Claude 4 等产品持续完善企业级 AI 产品体系，收入规模快速提升；2026 年 2 月，公司完成 G 轮融资，投后估值达到 3800 亿美元，5 月又完成 650 亿美元 H 轮融资，投后估值达到 9650 亿美元，并逐步从模型研发公司向覆盖模型 API、开发工具和企业智能体的平台型公司转型。

图1：Anthropic 发展历程（2021—2026）



资料来源：Anthropic 官网，国泰海通证券研究

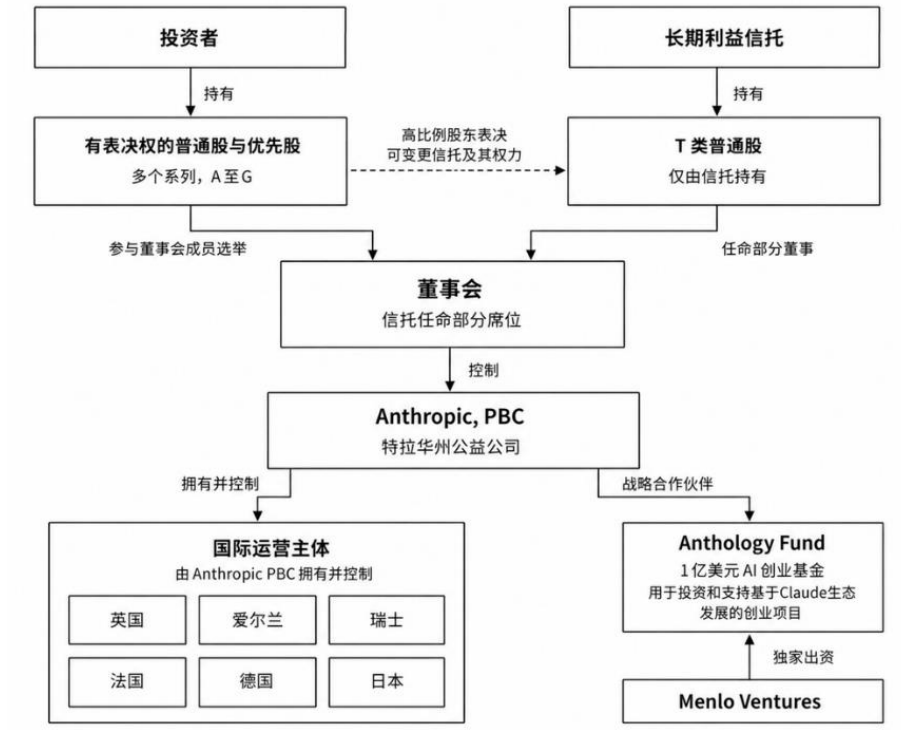
1.2. 治理及股权控制架构：资本表决权与长期利益信托共同制衡

公司采用投资者股权与长期利益信托共同参与治理的双层控制架构。投资者通过持有具有表决权的普通股及优先股，参与董事会成员选举；长期利益信托（LTBT）则持有 Class T 普通股，并据此任命部分董事，对公司长期使命和重大决策形成独立约束。根据现有安排，若获得足够高比例的股东同意表决，股东可在未经 LTBT 同意的情况下对信托及其权力进行变更，因而公司控制权并非完全由信托单方面掌握，而是在资本方表决权与长期利益约束之间保持平衡。董事会最终控制 Anthropic PBC，并持有和控制英国、爱尔兰、瑞士等地区的经营主体。

此外，公司还与 Menlo Ventures 合作设立 Anthology Fund，用于投资和支持基于 Claude 生态发展的创业项目。Anthropic 通过普通股、优先股与 Class T 特殊治理股份的组合，在引入外部资本和推进商业化的同时，为模型安全及长期公共利益保留制度性约束。

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：Anthropic 公司治理及股权控制架构



资料来源：Anthropic 官网，Harvard Journal of Law & Technology，国泰海通证券研究

1.3. 团队核心成员：前 OpenAI 成员主导，研发与商业化人才持续扩充

核心团队具有丰富前沿模型研究、安全对齐、产品开发和商业化经验。联合创始人兼 CEO Dario Amodei 曾任 OpenAI 研究副总裁，参与制定研究方向并领导 GPT-2、GPT-3 开发；联合创始人兼总裁 Daniela Amodei 曾负责 OpenAI 安全与政策工作，现主要负责公司运营、人才、商业化及安全治理。技术与研究团队方面，首席科学官 Jared Kaplan 是语言模型 Scaling Law 主要提出者之一，首席架构师 Sam McCandlish 负责预训练、研究效率及强化学习基础设施，Chris Olah 长期负责模型可解释性研究。随着业务规模扩大，公司进一步引入 Rahul Patil 担任 CTO，负责产品工程、算力和基础设施，并由 Krishna Rao、Ami Vora、Mike Krieger 和 Paul Smith 补充财务、产品创新及企业销售能力。

表1：Anthropic 核心团队成员

姓名	当前职务	背景及关键职责	任命/加入时间
Dario Amodei	联合创始人兼首席执行官（CEO）	前 OpenAI 研究副总裁，曾参与制定研究方向并领导 GPT-2、GPT-3 开发；负责 Anthropic 整体战略、前沿模型研发及安全路线。	2021 年（联合创立）
Daniela Amodei	联合创始人兼总裁	曾负责 OpenAI 安全与政策相关工作；主管公司组织运营、人才、商业化及安全治理，推动研究、产品与企业业务协同。	2021 年（联合创立）
Jared Kaplan	联合创始人兼首席科学官（CSO）	约翰·霍普金斯大学物理学教授，语言模型 Scaling Law 主要提出者之一；负责公司科学研究方向及 Responsible Scaling Policy 执行。	2021 年（联合创立）
Rahul Patil	首席技术官（CTO）	前 Stripe CTO，曾在 AWS、微软和 Oracle Cloud 担任工程管理职务；负责产	2025 年 10 月

下载日志已记录，仅供内部参考

		品工程、算力、基础设施、推理、数据科学及安全。	
Sam McCandlish	联合创始人兼首席架构师	原 Anthropic CTO，长期从事大规模模型训练和 Scaling Law 研究；现负责预训练、研究效率及强化学习基础设施。	2021 年（联合创立）
Krishna Rao	首席财务官（CFO）	前 Fanatics Commerce 及 Cedar CFO，曾负责 Airbnb 企业发展、财务规划及融资；主管财务战略、资本配置和经营管理。	2024 年 5 月
Ami Vora	产品组织负责人	曾在 Meta、WhatsApp 及 Faire 担任产品管理职务；负责 Claude 面向个人和企业客户的成熟产品开发及规模化运营。	2025 年
Mike Krieger	Anthropic Labs 联合负责人	Instagram 联合创始人及原 CTO，曾创办 Artifact；负责孵化 Claude 前沿能力对应的实验性产品。	2024 年 5 月
Paul Smith	首席商业官（CCO）	曾在微软、Salesforce 和 ServiceNow 负责全球企业业务；主管商业化组织、企业销售及全球客户拓展。	2025 年
Jack Clark	联合创始人兼公共利益负责人	前 OpenAI 政策负责人；2026 年牵头成立 Anthropic Institute，负责 AI 经济影响、社会风险、前沿能力评估及公共利益研究。	2021 年
Chris Olah	联合创始人、可解释性研究负责人	曾任职 Google Brain 和 OpenAI；负责研究 Claude 内部机制、模型表征及潜在异常行为。	2021 年（联合创立）

数据来源：Anthropic 官网，OpenAI 官网，约翰·霍普金斯大学官网，Colah's Blog，国泰海通证券研究

1.4. 安全与对齐：全流程安全体系构建企业信任基础

构建以安全原则约束的模型对齐体系，从 RLHF 演进至 Constitutional AI。公司早期采用偏好建模和基于人类反馈的强化学习（RLHF），通过人工比较不同回答，引导模型形成“有帮助且无害”的行为。2022 年，Anthropic 进一步提出宪法式人工智能（Constitutional AI），将明确的行为原则引入模型训练流程：模型首先依据原则对生成内容进行自我批评和修正，再由 AI 判断不同回答的优劣并生成偏好数据，最终通过基于 AI 反馈的强化学习（RLAIF）完成优化。该方法将模型行为要求转化为可解释、可审阅的原则体系，在降低有害内容标注对人工反馈依赖的同时，使模型在安全约束与回答有效性之间实现平衡。

RSP 进一步将安全理念由模型训练拓展至研发和部署全过程。Anthropic 在 2023 年发布 Responsible Scaling Policy（RSP），RSP 根据模型可能带来的灾难性风险来设置能力阈值和对应的安全等级，当模型能力提升至更高水平时，会同步提高针对模型滥用、权重泄露等风险的防护要求。RSP 与 Constitutional AI 共同构建起覆盖模型研发至部署全流程的安全体系。

我们认为，安全与对齐理念成为 Anthropic 区别于其他模型厂商的重要优势。OpenAI 更偏向先扩大用户规模，再通过订阅、生态和平台化实现变现，而 Anthropic 则将重心放在开发者和企业客户，希望尽可能快地进入企业工作流，去筛选愿意长期付费、能够创造高价值回报的环节。企业只有在模型足够安全可控的前提下，才愿意开放更多数据、系统权限和核心工作流程。并且随着 Agent 能力逐步深入企业工作流，安全可控将成为 Anthropic 拓展企业客户、提升用户留存的重要竞争优势。

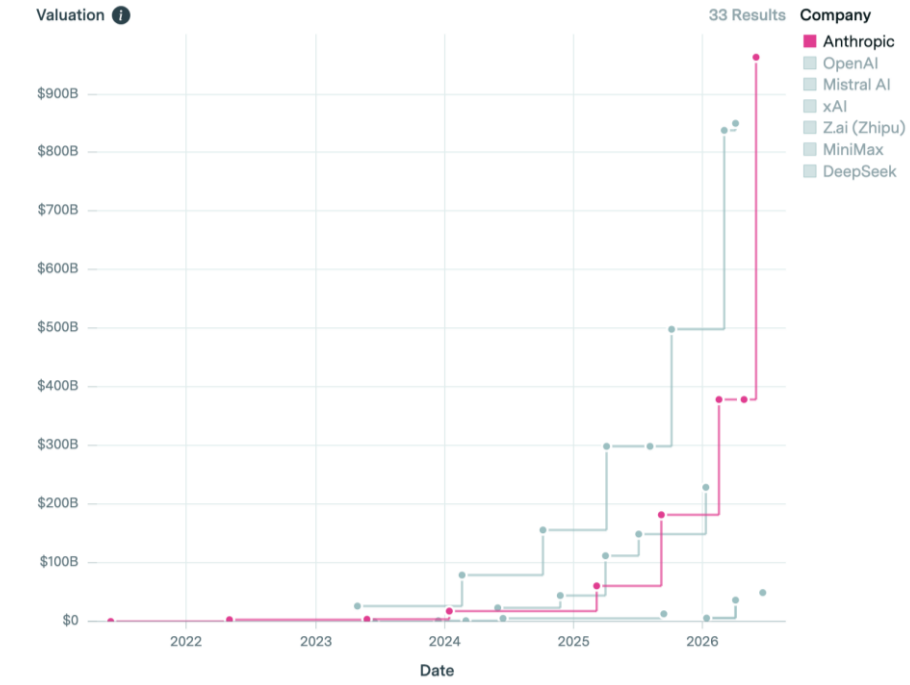
2. 融资与资本市场进程：估值持续跃升，IPO 进入监管申报阶段

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1. 融资与估值：多轮融资推动估值大幅提升

商业化收入快速增长推动 Anthropic 融资规模和估值持续跃升。据 Anthropic，公司成立初期估值增长相对平缓，2025 年以来则进入明显加速阶段。2022 年，公司完成 5.8 亿美元 B 轮融资，资金主要用于建设大规模实验基础设施并推进模型安全研究；2025 年 3 月，在 Claude 3.7 Sonnet 和 Claude Code 推出后，公司完成 35 亿美元 E 轮融资，投后估值达到 615 亿美元。同年 9 月，公司再完成 130 亿美元 F 轮融资，投后估值提升至 1830 亿美元。2026 年 2 月，公司完成 300 亿美元 G 轮融资，估值进一步升至 3800 亿美元；仅三个月后又完成 650 亿美元 H 轮融资，投后估值达到 9650 亿美元。公司估值快速提升，主要由于 Claude 模型能力持续增强，常年领跑模型能力榜单，Claude Code 及企业 API 收入加速增长，商业化表现逐步验证，同时头部模型厂商的稀缺性进一步推高资本定价。

图3：Anthropic 估值不断上升（2021-2026）



资料来源：Epoch AI

据 Anthropic，2026 年 5 月 28 日，公司完成 650 亿美元 H 轮融资，投后估值达到 9650 亿美元，位居全球头部大模型公司首位，对应 ARR 约 470 亿美元，PS 约 20.5 倍，高估值一定程度上被快速增长的收入所消化。从横向对比来看，大模型公司 PS 倍数呈现明显差异：据 OpenAI，2026 年 3 月 31 日 OpenAI 完成 1220 亿美元融资，投后估值达到 8520 亿美元，据 Sacra，截至 2026 年 2 月底，OpenAI 年化收入约 250 亿美元，PS 约 34.1 倍。较高估值反映市场对其用户规模、消费端入口价值及长期商业化潜力的认可。据新浪新闻，2026 年 6 月，月之暗面完成 200 亿美元估值融资交割，新一轮融资同步启动，投前估值升至 315 亿美元，月之暗面 2026 年 6 月 ARR 约 3 亿美元，PS 约 105 倍，体现出早期公司以增长预期为主导的定价特征。

表2：主要大模型公司估值与 PS 倍数对比（基于 ARR 口径）

公司	估值	ARR	PS 倍数
Anthropic	9650 亿美元	470 亿美元	约 20.5 倍
OpenAI	8520 亿美元	250 亿美元	约 34.1 倍
月之暗面（Kimi）	315 亿美元	3 亿美元	约 105.0 倍

数据来源：Anthropic 官网，OpenAI 官网，Sacra，新浪新闻，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. IPO 进展：监管申报与投资者沟通同步推进

从资本市场进展来看，Anthropic 的 IPO 进程已进入监管申报和投资者沟通阶段。据《金融时报》，2025 年 12 月，公司启动 IPO 筹备，聘请 Wilson Sonsini 并与主要投行展开初步沟通。6 月 1 日，据 Anthropic，公司秘密递交 S-1 注册声明草案，正式进入美国证券交易委员会监管审核流程。8 月，据 51CTO，公司首席财务官 Krishna Rao 主持多场投资者简报会。据 Renaissance Capital，公司最早可能于 2026 年 10 月启动 IPO，具体时间取决于监管审核和市场环境。

图4：Anthropic IPO 筹备持续推进



资料来源：《金融时报》，Anthropic 官网，51CTO，Renaissance Capital，国泰海通证券研究

公司于 2026 年 5 月完成 H 轮融资后估值已达到 9650 亿美元，若按当前计划推进，或将成为全球规模最大的科技公司 IPO 之一。上市一方面能够拓宽长期融资渠道，为模型研发和算力投入补充资金，另一方面，持续的信息披露、规范化公司治理及外部监督有助于提高安全政策和风险管理的透明度，与公司强调的安全与对齐理念形成协同。

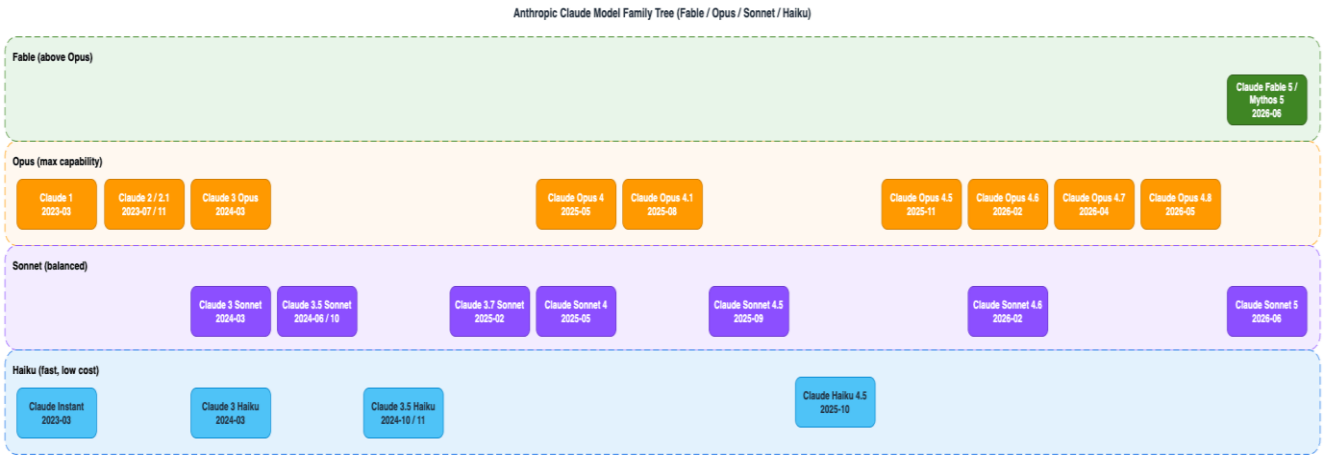
3. 模型与算力：聚焦 Coding 与 Agent 能力，多云多芯片支撑模型迭代

3.1. 模型迭代与分层：Haiku、Sonnet 与 Opus 覆盖不同需求

Claude 早期以通用模型为核心，随着模型迭代逐步形成不同定位的产品体系。2023 年，公司先后推出 Claude 1、Claude 2 及 Claude 2.1，并以 Claude Instant 补充低成本模型选择。2024 年发布 Claude 3 系列，正式形成 Haiku、Sonnet 和 Opus 三条产品线，随后推出 Claude 3.5 Sonnet 和 Claude 3.5 Haiku，持续提升中端与轻量模型能力。2025 年以来，公司进一步发布 Claude 3.7 Sonnet 及 Claude 4 系列，并围绕三条产品线持续滚动升级。2026 年 6 月，公司在 Opus 之上新增 Fable 最高端模型，面向复杂编程、专业研究及长时间自主执行等任务，模型体系由原有三档进一步向更高能力层级延伸。

下载日志已记录，仅供内部参考

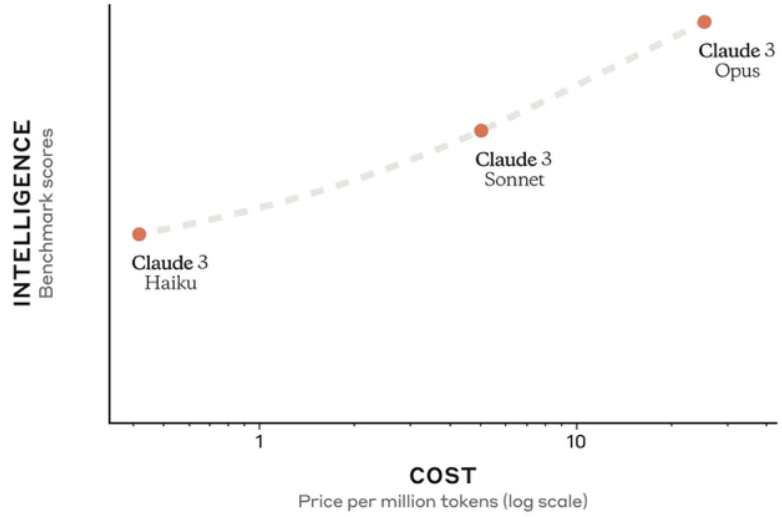
图5：Claude 模型发展迭代图



资料来源：Hidekazu Konishi

Haiku、Sonnet 和 Opus 在模型能力、调用成本与响应速度之间形成清晰分层。Haiku 定位于低成本和快速响应，适合内容分类、信息提取及高频批量调用等标准化任务。Sonnet 在性能、速度和价格之间保持平衡，主要覆盖编程、企业知识处理及 Agent 等复杂任务。Opus 代表公司的最高能力水平，价格最高，面向复杂推理、专业研究和长时间自主执行等对准确性要求较高的任务。通过分层模型体系，企业可根据任务复杂程度和经济价值选择相应模型，在满足性能需求的同时控制推理成本。

图6：Claude 模型通过 Haiku、Sonnet 与 Opus 实现能力与成本分层



资料来源：Anthropic 官网

3.2. 模型能力：Coding 与 Agentic 领跑，安全性强化

Opus 5 保持 Opus 4.8 定价，实现模型能力与安全对齐同步提升。能力方面，其在 Frontier-Bench 终端编程中的得分由 Opus 4.8 的 21.1%提升至 43.3%，GDPval-AA 知识工作得分由 1593 提升至 1861，ARC-AGI-3 新问题求解得分由 1.5%升至 30.2%；在计算机操作和企业工作流评测中也分别达到 70.6%和 26.0%，体现出其在编程、专业知识工作及多步骤任务执行上的优势。安全方面，Opus 5 是公司迄今对齐程度最高的模型，对 Claude 宪法的遵循优于其他所有模型，在欺骗性行为、被诱导滥用及可能造成难以逆转后果的冒险操作方面也表现更稳健。

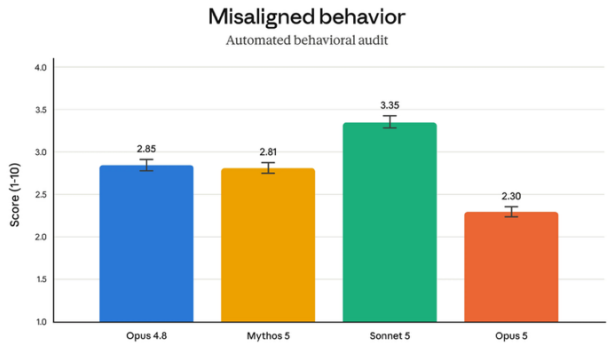
下载日志已记录，仅供内部参考

图7：Claude Opus 5 能力提升

	Opus 5	Fable 5	Opus 4.8	GPT-5.6 Sol
Agentic terminal coding Frontier-Bench v0.1	43.3%	33.7%	21.1%	34.4%
Knowledge work GDPval-AA v2	1861	1747	1593	1736
Novel problem-solving ARC-AGI-3	30.2%	–	1.5%	7.8%
Agentic search BrowseComp	90.8%	87.4%	84.3%	90.4%
Multidisciplinary reasoning Humanity's Last Exam	56.3% no tools	56.5% no tools	49.8% no tools	–
	64.7% with tools	63.9% with tools	57.9% with tools	–
Computer use OSWorld 2.0	70.6%	66.1%	55.7%	62.6%
Agentic coding DeepSWE v1.1	68.8%	69.7%	59.0%	72.7%
Agentic coding FrontierCode v1.1, Main	53.4%	53.5%	46.5%	47.5%

资料来源：Anthropic 官网

图8：Claude Opus 5 安全性提升



资料来源：Anthropic 官网

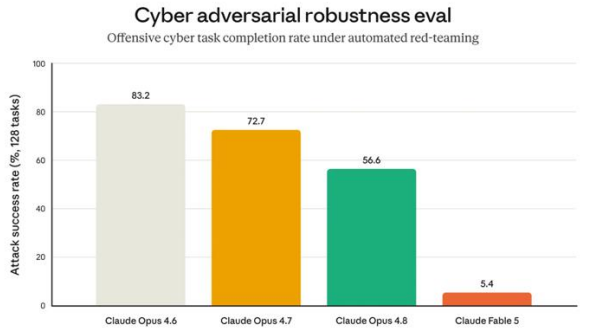
Fable 5 进一步提升长时间智能体和执行复杂专业任务的能力上限。模型在 SWE-Bench Pro 智能体编程、GDPval-AA 知识工作和 Terminal-Bench 2.1 终端操作中分别取得 80.3%、1932 分和 88.0%，并在视觉理解、医疗和生物学等专业评测中明显领先 Opus 4.8。安全方面，Fable 5 面向通用用户增加了更严格的网络安全防护，在自动化红队测试中，其进攻性网络任务完成率仅为 5.4%，显著低于 Opus 4.8 的 56.6%。模型在保持较强专业能力的同时，对网络安全风险控制能力也得到大幅提升。

图9：Claude Fable 5 能力提升

	Claude Mythos 5 / Fable 5	Claude Mythos Preview	Claude Opus 4.8	GPT 5.5	Gemini 3.1 Pro
Agentic coding SWE-Bench Pro	80.3%	77.8%	69.2%	58.6%	54.2%
Agentic coding FrontierCode (Diamond)	29.3% xhigh	–	13.4% xhigh	5.7% xhigh	–
Knowledge work GDPval-AA	1932	–	1890	1769	1314
Knowledge work vision GDPpdf	29.8% no tools	–	22.5% no tools	24.9% no tools	16.7% no tools
Spatial reasoning Blueprint-Bench 2	38.6%	–	14.5%	36.2%	26.5%
Tool use AutomationBench	17.4%	–	15.5%	12.9%	9.6%
Computer use OSWorld-Verified	85.0%	85.4%	83.4%	78.7%	76.2%
Legal Legal Agent Benchmark	13.3%	–	10.4%	2.1%	0.0%
Multidisciplinary reasoning Humanity's Last Exam	59.0%* no tools	56.8% no tools	49.8% no tools	41.4% no tools	44.4% no tools
	64.5%* with tools	64.7% with tools	57.9% with tools	52.2% with tools	51.4% with tools

资料来源：Anthropic 官网

图10：Claude Fable 5 网络安全风险控制能力提升

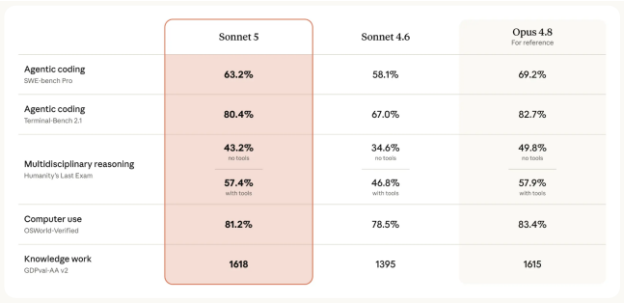


资料来源：Anthropic 官网

Sonnet 5 保持成本优势，编程与 Agent 能力接近上一代 Opus。Sonnet 5 每百万输入、输出价格分别为 2 美元和 10 美元，较 Opus 5 的 5 美元和 25 美元均低 60%，更适合企业大规模部署复杂任务。相较 Sonnet 4.6，其在 SWE-Bench Pro、Terminal-Bench 2.1 和带工具的 Humanity's Last Exam 中分别由 58.1%、67.0%和 46.8%提升至 63.2%、80.4%和 57.4%，GDPval-AA 知识工作得分达到 1618，略高于 Opus 4.8。同时支持 100 万 Token 上下文并默认启用自适应思考，更适合长代码库和多步骤任务。安全方面，Sonnet 5 的幻觉、迎合、恶意请求拒绝及提示词注入抵抗能力均较 Sonnet 4.6 改善，且公司首次在 Sonnet 档模型中默认启用实时网络安全防护，对高风险网络请求进行识别和拦截。

下载日志已记录，仅供内部参考

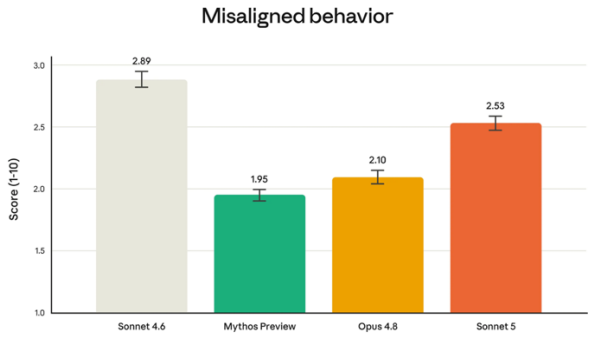
图11：Claude Sonnet 5 能力提升



	Sonnet 5	Sonnet 4.6	Opus 4.8 For reference
Agentic coding SWE-bench Pro	63.2%	58.1%	69.2%
Agentic coding Terminal-Bench 2.1	80.4%	67.0%	82.7%
Multidisciplinary reasoning Humanity's Last Exam	43.2% no tools	34.6% no tools	49.8% no tools
	57.4% with tools	46.8% with tools	57.9% with tools
Computer use OSWorld-Verified	81.2%	78.5%	83.4%
Knowledge work GDPval-AA v2	1618	1395	1615

资料来源：Anthropic 官网

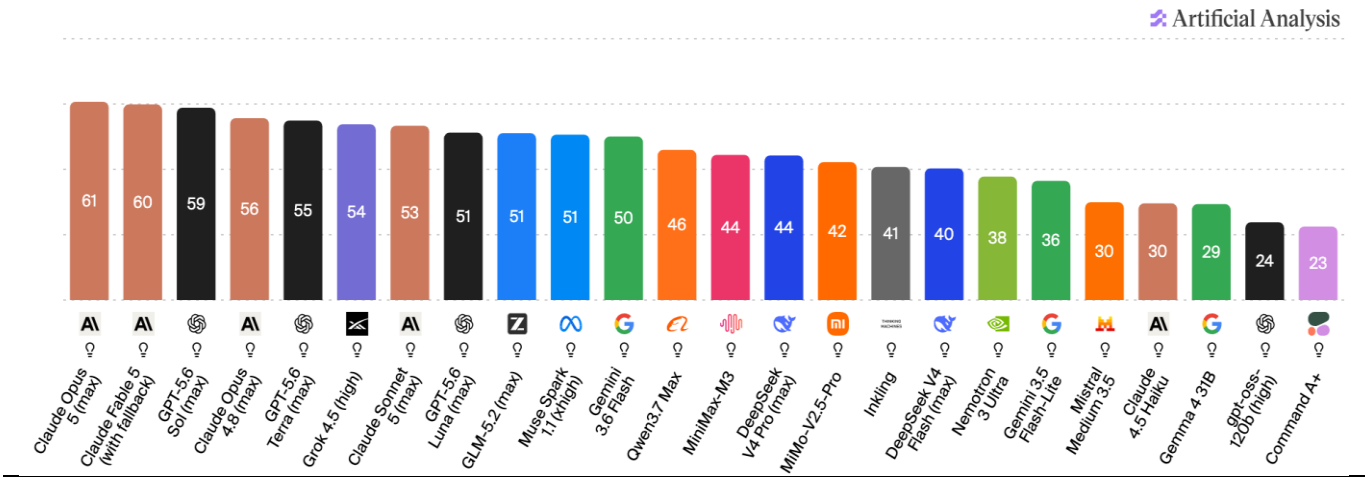
图12：Claude Sonnet 5 安全性提升



资料来源：Anthropic 官网

Coding 与 Agent 构成 Claude 的主要优势，Anthropic 更聚焦企业高价值能力。据 Artificial Analysis，Opus 5、Fable 5 的综合智能指数分别达到 61 分和 60 分，领先 GPT-5.6 Sol 的 59 分。在 Coding 指数中，Opus 5 以 78 分位居首位，Fable 5 达到 76.5 分，与 GPT-5.6 系列处于同一梯队，并领先 Grok 4.5、Gemini 及 DeepSeek 等模型。在 Agent 指数中，Opus 5 以 55.3 分排名第一，Fable 5 以 52.8 分位居前列，领先程度更加明显。但 Anthropic 并未布局图像生成、编辑类等相关模型。我们认为，Anthropic 并非追求在各类能力和模态上的全面领先，而是将资源集中于 Coding 与 Agent 等企业高价值能力。与 OpenAI 向图像生成、广告和硬件等多元业务扩张不同，Anthropic 更聚焦基础模型与开发工具，未来有望以 Claude Code 为核心，将工具调用和自主执行能力拓展至更多企业工作流程，进一步扩大开发者与企业客户覆盖。

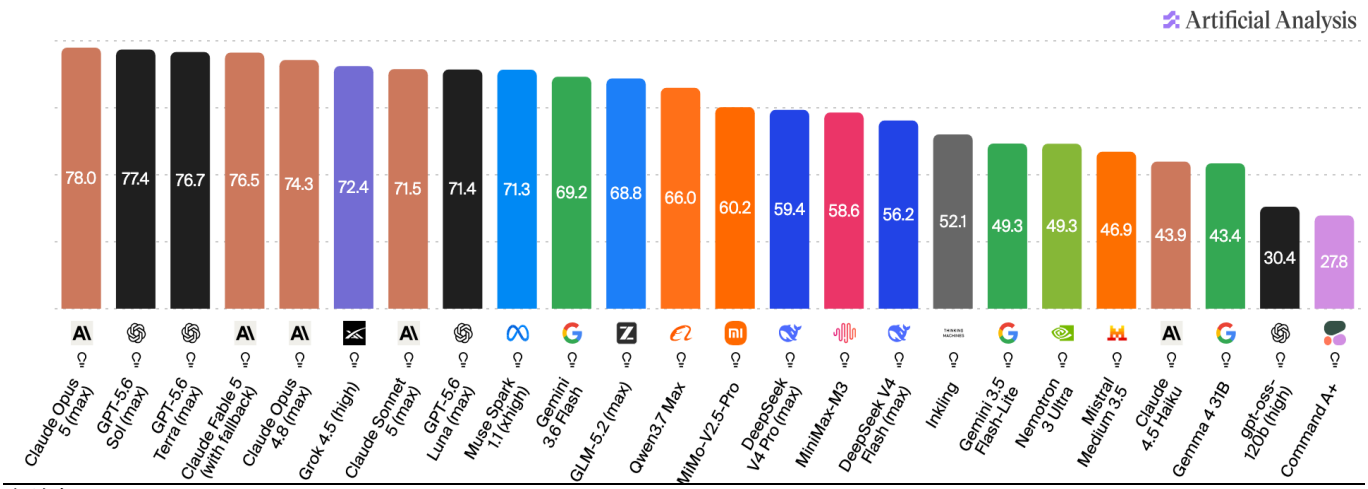
图13：主要大模型综合智能能力比较



资料来源：Artificial Analysis

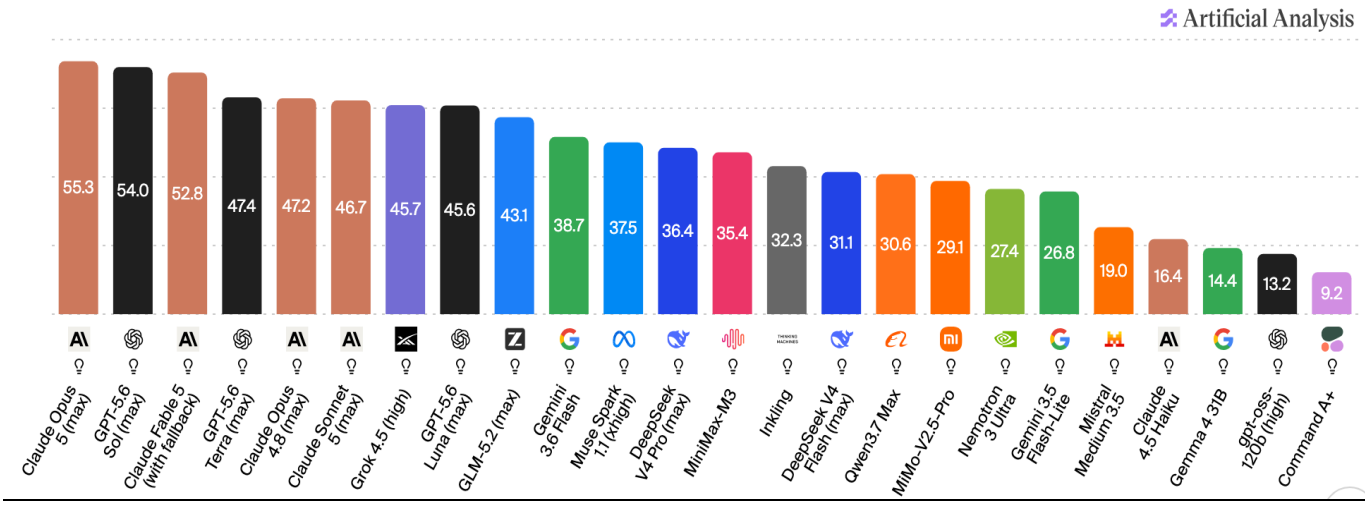
下载日志已记录，仅供内部参考

图14：主要大模型 Coding 能力比较



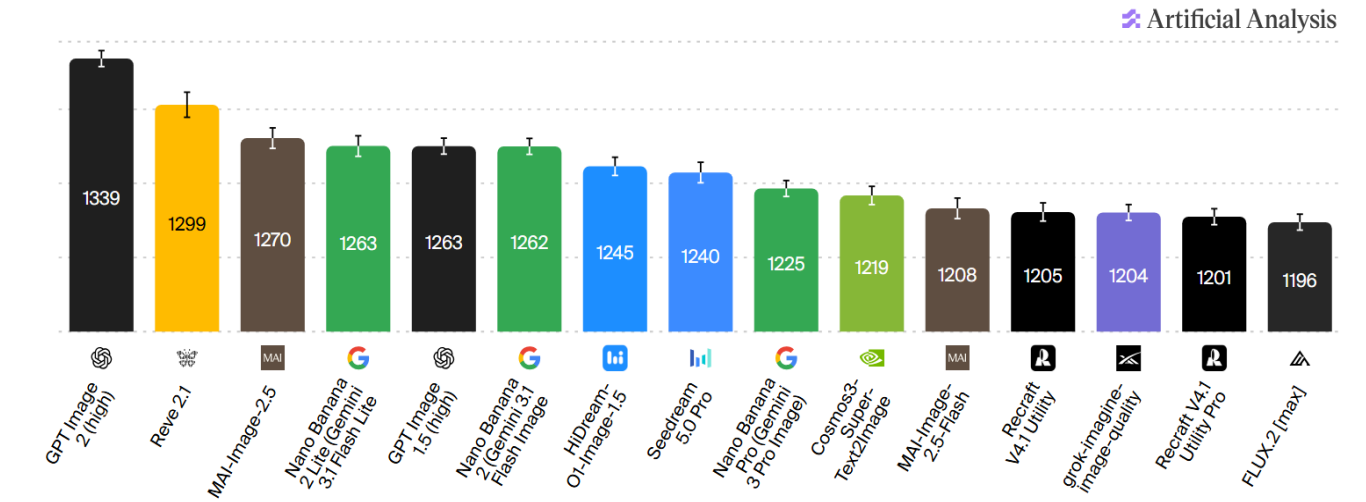
资料来源：Artificial Analysis

图15：主要大模型 Agent 能力比较



资料来源：Artificial Analysis

图16：主要大模型生成图片能力比较



资料来源：Artificial Analysis

3.3. 多云多芯片保障模型训练与推理

以 AWS 为核心，逐步形成覆盖多家云厂商和多类芯片的算力体系。2024 年 11 月，AWS 在累计投资 80 亿美元后成为公司主要云服务及训练合作伙伴，

下载日志已记录，仅供内部参考

双方围绕 Trainium 持续优化 Claude。至 2026 年 4 月，Anthropic 已使用超过 100 万颗 Trainium2，并承诺未来十年采购超过 1000 亿美元 AWS 技术、锁定最高 5GW 新增算力。与此同时，公司于 2025 年计划将 Google TPU 扩充至最高 100 万颗，并在 2026 年与 Google、Broadcom 签署数 GW 下一代 TPU 协议。2025 年 11 月又承诺采购 300 亿美元 Azure 算力及最高 1GW 计算容量，并与 NVIDIA 合作适配 Grace Blackwell 和 Vera Rubin 系统。此外，公司投入 500 亿美元与 Fluidstack 建设定制数据中心。2026 年 5 月进一步获得 Colossus 1 全部算力使用权，新增超过 300MW 算力及 22 万颗以上 NVIDIA GPU。形成由 AWS Trainium、Google TPU 和 NVIDIA GPU 共同支撑的多云多芯片底座。

图17：多云多芯片策略



资料来源：Anthropic 官网，Amazon 官网，Microsoft 官网，国泰海通证券研究

我们认为，多云多芯片策略兼顾成本效率、战略独立与企业客户选择权。Trainium、TPU 更适合承接大规模、稳定的训练与推理负载，NVIDIA GPU 则保留前沿研发及软件生态的灵活性。同时覆盖 AWS、GCP 和 Azure，使 Anthropic 避免受制于单一云厂商，保持算力和渠道上的独立。更重要的是，这种云平台中立符合 To B 市场逻辑，无论客户的数据和应用部署在哪家云上，均可接入 Claude，从而降低迁移成本和供应商锁定风险，增强企业客户信任。

4. 商业模式：API 贡献主要收入，Claude Code 打开增长空间

4.1. 产品矩阵：覆盖个人、开发者与企业客户

已形成覆盖个人用户、开发者和企业客户的多层产品矩阵。Claude 个人版主要用于日常问答、写作等，采用订阅收费。Team 与 Enterprise 强化团队协作、企业知识接入、数据保护和内部工具连接，分别按席位和定制方案收费。Claude Code 聚焦代码库理解、代码生成与修改、测试及终端调用，面向个人和团队提供订阅服务，并可按 API 调用量计费。Claude Cowork 则以插件形式将 Agent 能力嵌入 Office 办公软件。Claude API 及 Amazon Bedrock、Google Cloud 等渠道按模型调用量收费，为开发者和企业提供灵活的调用和部署方式。

表3：Anthropic 主要产品矩阵

下载日志已记录，仅供内部参考

产品及业务	定位	核心功能	收费方式
Claude 个人版	面向个人的通用 AI 助手	对话问答、写作、深度研究等	订阅收费
Claude Team 及 Enterprise	面向组织和大型企业的 AI 工作平台	团队协作、企业知识接入、数据保护及内部工具连接	按席位订阅及定制收费
Claude Code	面向开发者和研发团队的编程智能体	理解代码仓库、生成及修改代码、运行测试、调用终端工具	个人及团队订阅，并按 API 调用量收费
Claude Cowork	面向知识工作者的任务执行工具	读取和修改文件，完成跨工具办公任务	纳入个人及企业订阅，企业版本定制收费
Claude API	面向开发者和企业的模型服务平台	提供各种大模型调用	按 Token 收费
云平台分发	通过主流云平台触达企业客户	通过 Amazon Bedrock、Google Cloud 等平台提供 Claude 模型	由云平台按照模型调用量收费

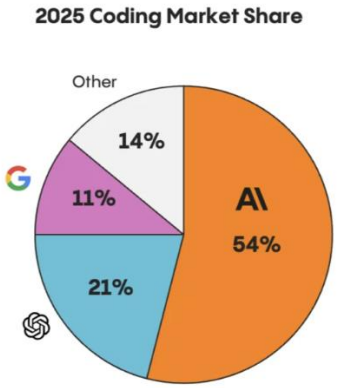
数据来源：Anthropic 官网，国泰海通证券研究

4.2. Claude Code：Agentic 重构软件开发，打开第二增长曲线

Claude Code 推动 AI 编程由代码生成升级为任务执行。Claude Code 是 Anthropic 于 2025 年 2 月推出的终端原生 AI 编程工具。产品能够理解完整代码库，根据自然语言指令搜索和修改代码、运行测试、调用 Shell 和 Git 工具，并通过 MCP 连接外部服务。与以代码补全为主的传统 Copilot 不同，Claude Code 围绕任务目标自主规划和执行，可跨文件完成代码重构、调试及提交，将 AI 编程由“生成代码”推进至“完成开发任务”。

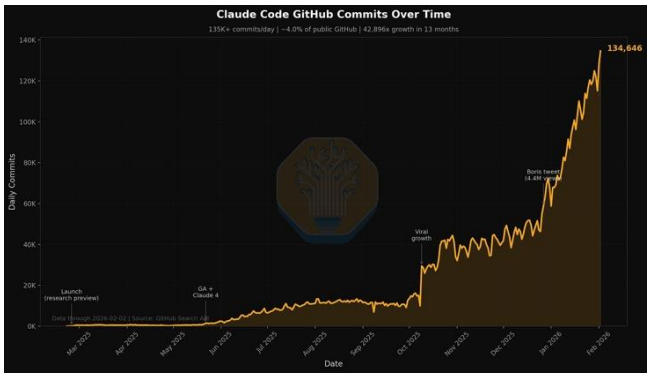
Claude Code 的用户、收入和市场份额均快速增长。据 Menlo Ventures，2025 年 Anthropic 在企业 AI 编程市场的份额达到 54%，超过 OpenAI 的 21%。据 SemiAnalysis，截至 2026 年 2 月，Claude Code 生成或协助完成的代码提交，已占 GitHub 公开提交量的约 4%，较一个月前翻倍。收入方面，Claude Code 年化收入在 2025 年 11 月突破 10 亿美元，至 2026 年 2 月进一步超过 25 亿美元，占公司同期约 140 亿美元年化收入的 18%左右。用户方面，2026 年初以来周活跃用户翻倍，企业订阅数增长 4 倍，且企业客户贡献超过一半收入。

图18：Anthropic 在企业 AI 编程市场的份额达到 54%



资料来源：Menlo Ventures

图19：Claude Code 生成或协助完成的代码已占 GitHub 公开提交量约 4%



资料来源：SemiAnalysis

我们认为，Agent 正推动软件开发方式重构，并从编程工具向通用办公应用拓展。Claude Code 引领全球软件开发行业进入一个关键的转折点，凭借 Agentic 能力，该产品彻底改变了代码编写方式，软件开发正从人工编写代码转向由 AI 全权代理。随着 Agentic 能力的发展，公司于 2026 年 1 月推出 Claude Cowork，将 Claude Code 的任务执行能力从编程终端拓展至表格分析、报告制作及跨软件协作等通用办公环节，据 Anthropic，120 万次匿名 Cowork 会话中，业务流程与运营、内容创作分别占 33.4%和 16.4%，软件开发仅占 8.7%，表明 Agent 使用向非编程工作快速扩展。Claude Code 还打

下载日志已记录，仅供内部参考

通了个人用户向企业客户转化的路径，开发者使用习惯可随着工具融入团队流程，进一步转化为企业级采购需求。

4.3. API 调用：企业主要收入来源

按输入和输出 Token 计费，不同模型形成清晰的价格梯度。当前 Claude Fable 5、Opus 5 和 Haiku 4.5 每百万输入/输出 Token 分别为 10/50 美元、5/25 美元和 1/5 美元，Sonnet 5 目前是 2/10 美元的推广价格，2026 年 8 月 31 日后将恢复至 3/15 美元。云平台方面，Amazon Bedrock 的价格与 Claude API 一致，Google Cloud 同时提供按量调用和预置吞吐量，全球端点价格与 Claude API 基本一致，区域及多区域端点通常存在约 10%的价格溢价，Microsoft Foundry 则采用 Claude Consumption Units 统一结算。

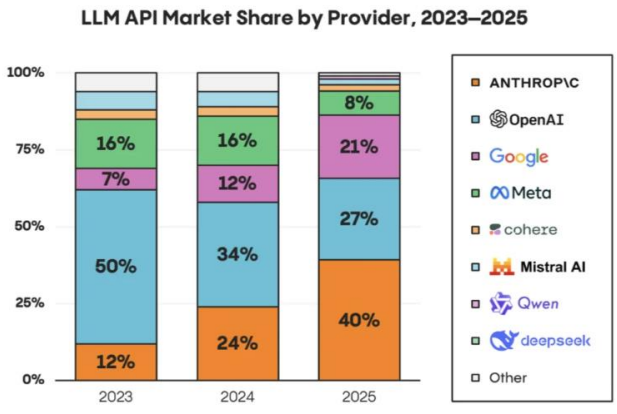
表4：Anthropic 主要模型调用价格

模型	输入价格（美元/百万 tokens）	缓存输入价格（美元/百万 tokens）	输出价格（美元/百万 tokens）
Claude Fable 5	10	1	50
Claude Opus 5	5	0.5	25
Claude Sonnet 5	2	0.2	10
Claude Haiku 4.5	1	0.1	5

数据来源：Anthropic 官网，国泰海通证券研究

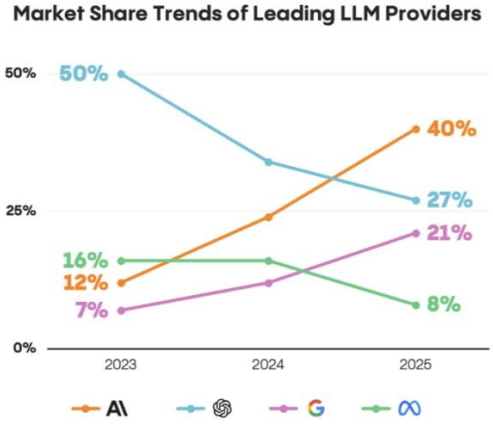
API 是 Anthropic 收入增长的核心来源，公司已在 API 市场占据领先地位。据 Sacra，Claude API 年化收入于 2024 年 9 月达到 6.64 亿美元，占同期公司约 8 亿美元年化收入的八成以上。据 The Information，2025 年公司实现约 45 亿美元收入，其中约 86%来自向企业销售模型 API，对应 API 收入约 39 亿美元。据 Sacra，2026 年企业及初创公司的 API 调用继续贡献大部分收入。并且据 Menlo Ventures，Anthropic 在企业大模型支出中的份额由 2023 年的 12%提升至 2024 年的 24%和 2025 年的 40%，超过 OpenAI 的 27%，Claude API 在企业模型调用市场中的竞争力持续增强。

图20：Anthropic 在 LLM API 市场份额快速提升



资料来源：Menlo Ventures

图21：主要 LLM API 供应商竞争格局持续变化



资料来源：Menlo Ventures

4.4. 企业市场：订阅与行业拓展

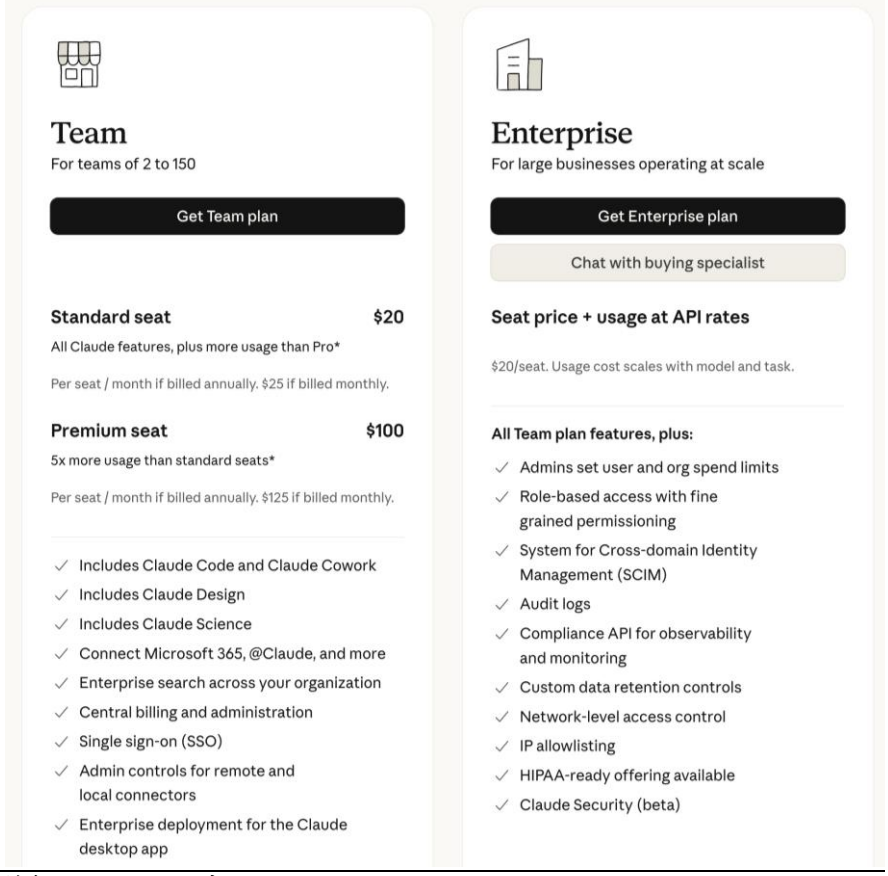
4.4.1. Team 与 Enterprise 订阅

Team 与 Enterprise 订阅覆盖不同规模的组织及企业客户，并以差异化计费匹配使用强度。Team 计划面向 2-150 人的组织，标准席位按年付费为 20 美元/人/月、按月付费为 25 美元，Premium 席位按年付费为 100 美元/人/月、按月付费为 125 美元，使用额度约为标准席位的 5 倍，并支持两类席位混合配置。Enterprise 计划则面向大型企业，采用“20 美元/席位/月+按 API 价格结算实际用量”的模式，提供 Claude、Claude Code 及 Cowork 等产品的访问权限，Token 用量另行收费，同时增加细粒度权限、SCIM、审计日志、数据留存、网络访问控制及支出管理等功能。该模式以较低的基础席位费推

下载日志已记录，仅供内部参考

动企业扩大覆盖范围，并使收入随模型选择和实际 Token 调用量增长。

图22：Claude Team&Enterprise 订阅



资料来源：Anthropic 官网

4.4.2. 企业客户为何选择 Anthropic

我们认为，安全合规与推理可控是企业客户选择 Anthropic 的主要原因。

安全性、合规能力与多云分发共同构成主要 toB 优势。

1）公司将安全与对齐纳入治理和模型设计，强化企业客户对模型可控性的信任；

2）消费端订阅与商业产品明确分离，企业数据默认不用于模型训练；

3）针对政府的高安全需求推出 Claude Gov 等专门产品，支持高等级安全及机密环境部署；

4）Claude 通过 AWS Bedrock、Google Cloud Vertex AI 和 Microsoft Azure 等云平台分发，企业可沿用原有云架构、合同及安全体系接入；

5）通过 Trust Center 提供合规材料，并配套权限管理、审计日志和数据留存等功能，降低企业采购与内部审批成本。

企业市场核心壁垒：推理过程更透明，推理资源更可控。

1）企业可根据任务复杂度在 Haiku、Sonnet 和 Opus 之间进行模型选型，以低成本模型处理高频标准化任务，以高能力模型承担复杂研究、编程及 Agent 任务；

2）Claude 可生成可读的推理摘要，帮助企业理解模型解决问题的主要步骤，便于排查错误和优化工作流程；

3）企业可通过自适应思考机制让模型根据任务难度动态调整推理过程，还可通过 effort 参数调节整体推理强度，并在支持 Manual Extended Thinking 的模型中通过 budget_tokens 设置思考 Token 上限，从而在回答效果、响应速度和使用成本之间进行更精细的权衡。

4.4.3. 行业拓展：AI Agent 打开企业服务市场

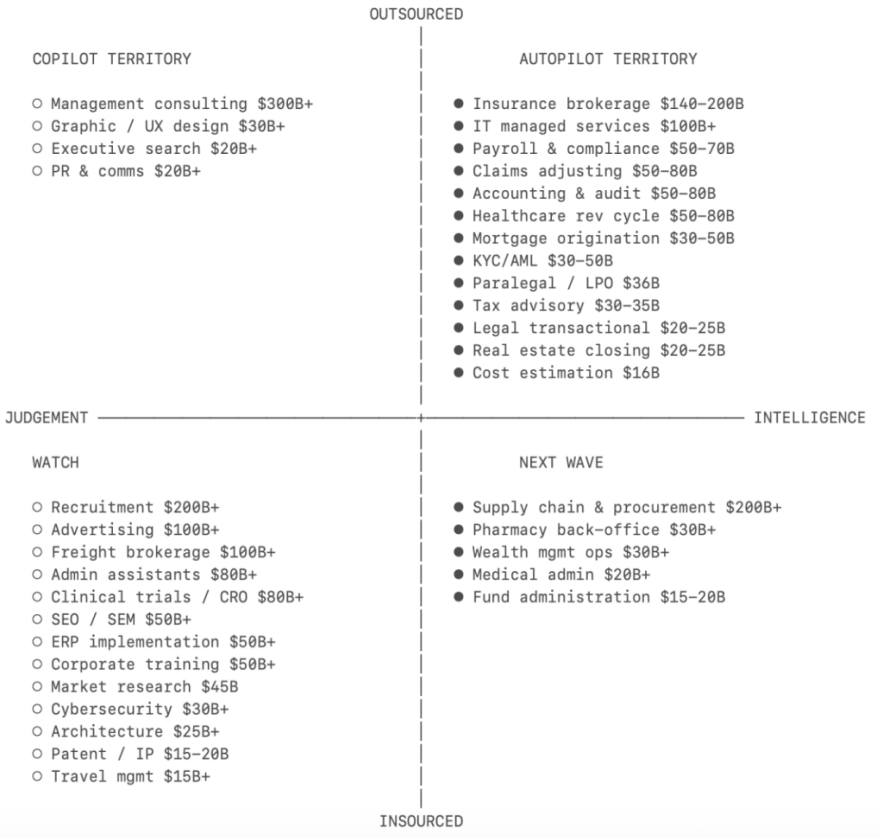
Claude 企业客户正由科技行业向金融、专业服务、教育和医疗等行业拓展。

下载日志已记录，仅供内部参考

这些行业普遍涉及长文档处理、复杂规则分析和多步骤任务执行，与 Claude 在长上下文、推理能力和安全性方面的优势较为匹配。据 Ramp，截至 2026 年 4 月，Anthropic 在信息科技、金融及专业服务行业的付费采用率分别达到 63%、52%和 47%，均高于 OpenAI 的 54%、46%和 44%；同期 Anthropic 整体企业采用率提升至 34.4%，首次超过 OpenAI。IG Group、Harvey 和 Intuit 已分别将 Claude 应用于业务分析、法律服务和税务解释，教育领域，MagicSchool 已覆盖 700 万名教育工作者，Juno 用户超过 10 万，Claude 正逐步进入更多专业行业。

Agent 能力推动 Anthropic 进入更广阔的企业服务市场。保险经纪、理赔、税务等行业存在大量标准化任务，如资料收集、规则匹配和赔付测算等，适合由 Agent 完成。据 EIOPA，2025 年非寿险和寿险机构生成式 AI 使用率分别达到 65%和 61%，理赔管理环节使用率为 32%；据 Thomson Reuters，税务、会计及审计机构生成式 AI 采用率由 2024 年的 8%提升至 2025 年的 21%。随着 Agent 由辅助分析进一步参与任务执行，Anthropic 的收入来源有望由 API 调用和订阅拓展至按任务、流程或服务价值收费的企业服务环节。据红杉资本，保险经纪市场规模约 1400 亿—2000 亿美元，IT 托管服务超过 1000 亿美元，理赔、会计审计及医疗收入周期管理等市场规模约 500 亿—800 亿美元。我们认为，以 Claude Code 及 Cowork 为起点，Anthropic 有望将 Agent 能力拓展至更多行业，进入规模更大的企业服务市场。

图23：AI Agent 率先渗透标准化程度高的企业服务市场



资料来源：红杉资本

5. 经营分析：企业聚焦与模型优势驱动增长

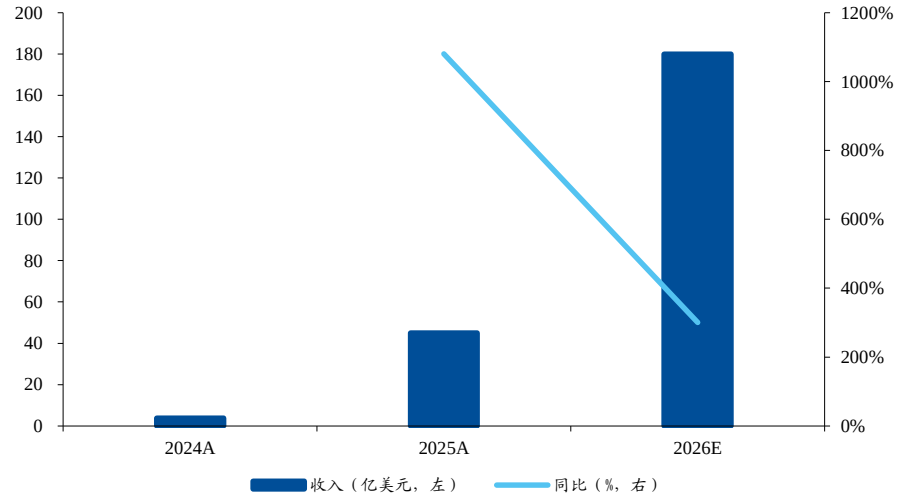
5.1. 财务表现：收入快速增长，毛利率持续改善

收入快速增长，API 为主要收入来源，Claude Code 成为重要增量。据 Epoch AI，公司营业收入由 2024 年的 3.81 亿美元增至 2025 年的 45 亿美元，同比增长约 10.8 倍。据 The Information，2026 年一季度公司收入增至约 48 亿美元，单季度收入已超过 2025 年全年水平，并且 2026 年全年收入预计最高

下载日志已记录，仅供内部参考

约 180 亿美元。2025 年约 86%的收入来自 API 业务，其余约 14%来自 Claude 聊天机器人订阅。至 2026 年 2 月，公司年化收入约 140 亿美元，其中 Claude Code 年化收入超过 25 亿美元，占比约 18%。

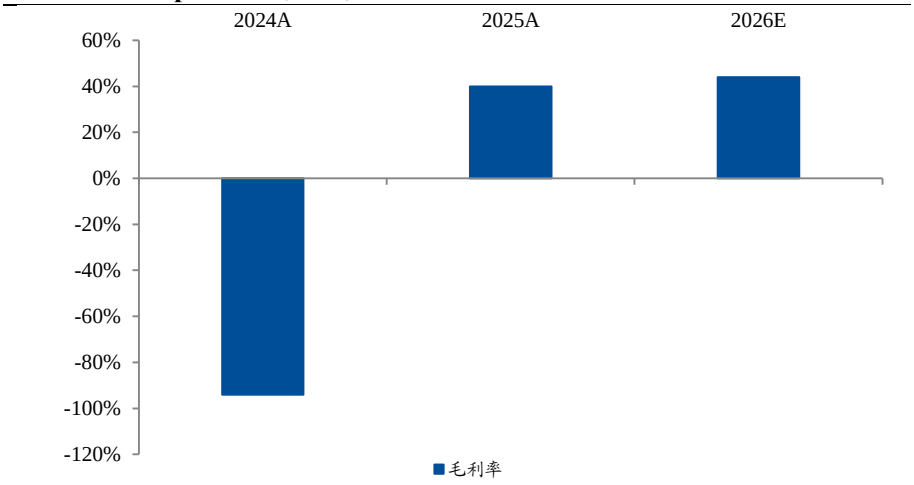
图24：Anthropic 2024-2026 年收入快速增长



资料来源：Epoch AI，The Information，国泰海通证券研究

盈利能力持续改善。据 The Information，公司毛利率由 2024 年的-94%提升至 2025 年的约 40%。据 Morningstar，Anthropic 2026 年毛利率有望进一步提升至约 44%。并且，据 The Information，随着收入规模扩大和推理效率提升，公司预计现金流净流出将逐步收窄，并于 2028 年实现转正。

图25：Anthropic 毛利率提升



资料来源：The Information，Morningstar，国泰海通证券研究

算力和人员投入仍是 Anthropic 最主要的支出。据 Epoch AI，2025 年公司训练算力和推理算力支出分别约 41 亿美元和 27 亿美元，人员及其他运营成本约 29 亿美元，三项合计约 97 亿美元，相当于同期收入的约 216%。其中，训练成本占收入的比例由 2024 年的约 394%降至 2025 年的 91%，表明收入快速增长已开始降低高额研发投入带来的经营压力。

5.2. 经营优势：企业聚焦与模型溢价支撑高效增长

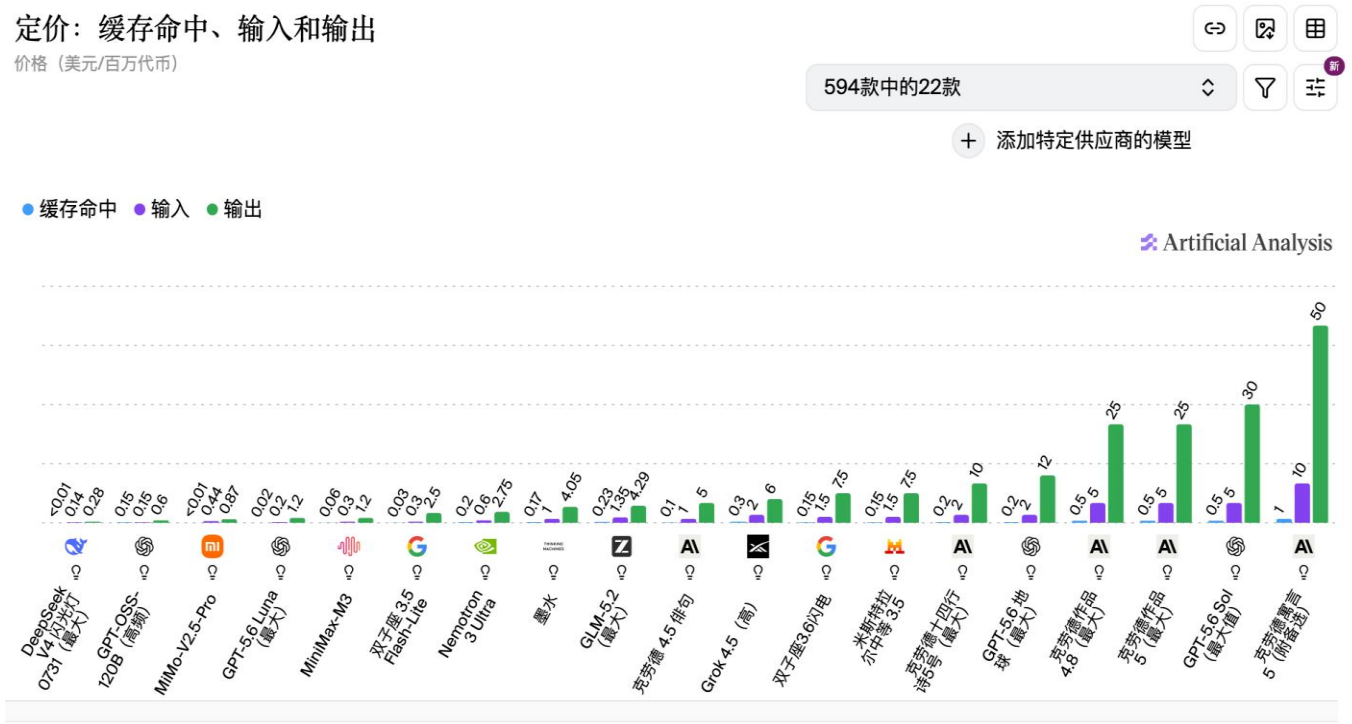
聚焦稳定性更强、付费能力更高的企业客户。相比同时覆盖 C 端与 B 端户的模型厂商，Anthropic 聚焦于开发者和企业市场，收入主要来自 API 调用、席位订阅及 Token 调用量增长。据 Anthropic，截至 2025 年 9 月，公司企业客户超过 30 万家；截至 2026 年 2 月，年化支出超过 100 万美元的客户已

下载日志已记录，仅供内部参考

超过 500 家。企业客户通常将模型用于编程、研究、数据分析和业务流程等高价值任务，使用需求更稳定，且效率提升和成本节约效果更易量化，因此对模型性能、可靠性和安全能力具备更强付费意愿。

领先模型能力支撑定价溢价，提升单位调用收益。据 Artificial Analysis，Claude 模型的输入、输出价格远高于行业内同类模型价格。相比依靠低价策略扩大调用规模的厂商，Anthropic 更强调模型性能和任务完成效果。企业客户更关注任务完成效果和实际投入回报，对高质量模型的付费意愿更强的、价格敏感度更低。较高的单位收入有助于覆盖推理成本，并随着调用规模扩大和推理效率的提升，进一步推动毛利率改善，带动现金流转正。

图26：主要大模型输入输出价格比较



资料来源：Artificial Analysis

6. 风险提示

模型迭代及行业竞争加剧的风险。大模型技术迭代速度较快，OpenAI、Google、Meta 等厂商持续加大模型、算力和产品投入。若 Claude 在编程、Agent、长上下文或安全性方面的领先优势缩小，可能削弱公司的定价能力及企业市场份额。

企业需求及 Agent 商业化不及预期的风险。公司收入高度依赖企业 API、Claude Code 及企业订阅。若企业客户对 AI 投入回报的认可度下降，或 Agent 在可靠性、流程适配和任务完成效果方面未能满足要求，可能影响客户扩张、使用频率及单客户付费规模。

模型安全、数据隐私及合规风险。Claude 逐步接入企业数据、内部系统及核心工作流程，Agent 自主执行能力提升也扩大了错误操作、数据泄露、提示词注入及模型滥用等风险。若发生重大安全事件，可能导致客户流失、监管处罚并损害公司品牌。

算力成本及持续亏损风险。前沿模型训练和推理需要较高算力投入，公司仍处于大规模扩充算力和基础设施阶段。若推理效率改善、Token 价格及收入增长未能覆盖算力与人员支出，毛利率改善速度及现金流表现可能低于预期。

云厂商合作及外部政策变化风险。Anthropic 的算力供应和模型分发仍依赖 AWS、Google Cloud 及 Microsoft Azure 等合作伙伴，云服务条款、芯片供

下载日志已记录，仅供内部参考

应或合作关系变化可能影响模型训练、推理成本及企业客户触达。同时，人工智能监管、出口管制及政府采购政策变化也可能限制部分市场和客户拓展。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666