仅供内部参考，请勿外传！

软件 & IT 服务

Anthropic：需求持续兑现，规模效应推动盈利增长

优于大市
(维持)

Anthropic 于北京时间 10 月 26 日晚间公布招股说明书。公司以“模型-平台-应用”一体化布局，通过 Claude Platform 与自有应用，推动前沿模型能力融入企业产品和业务流程。公司以安全和用户信任为发展基础，聚焦编码、智能体及安全研究，沿推理深度、持续运行时间、自主性和任务复杂度提升 Claude 能力，推动其模型能力向能够持续交付结果的虚拟协作者演进。公司的商业化进展显示，模型能力提升正通过企业客户扩容和使用深化转化为收入，并逐步释放经营杠杆。1H26 公司收入同比增长 1,300%至 162.9 亿美元，2Q26 实现经营利润转正。我们认为，理解公司成长性的关键，在于模型迭代能否持续扩大客户付费使用，以及算力供给与效率提升能否支撑收入和利润高效增长。公司一体化产品布局、大客户扩张及长期算力安排构成增长基础，后续需关注新增算力交付与需求兑现的匹配程度。

- **一体化产品布局加快企业落地，内部深度应用支持模型迭代。** 公司以Claude 模型为底座，通过 Claude Platform 及 Claude Code、Claude Cowork 等应用，将模型能力转化为可直接使用或定制部署的企业解决方案，并聚焦编码、智能体及安全研究。与此同时，Claude 已深度参与内部研发，2026 年 9 月代码库贡献中超过 90%由 Claude 编写。我们认为，平台与应用协同有助于降低企业采用门槛，内部高强度使用则缩短研发反馈周期，支持模型能力、产品体验与组织效率持续改善。Anthropic 的行业拓展以高价值、专业化及受监管工作流为重点，并向生命科学及物理世界应用延伸，公司已推出七类垂直解决方案。
- **高付费客户快速扩容，跨产品采用与使用深化打开增长空间。** 截至 2026 年 9 月底，过去 12 个月贡献收入至少 10 万美元的客户已超过 11,900 家，较 2025 年末约 1,500 家显著增加；净收入留存率约 900%，反映存量客户支出快速扩张。高付费客户中，同时使用平台及第一方应用的比例由 4Q25 约 30%升至 3Q26 超过 50%。同期，符合高付费门槛的 Fortune 500 客户对 Anthropic 的支出平均仍不足其总费用的 0.1%。我们认为，从局部团队采用向跨部门、跨流程部署延伸，以及智能体工作负载增加，有望持续推动单客户收入提升。
- **算力效率与供给规模同步提升，收入潜力取决于交付与需求匹配。** 公司整体算力效率（单位算力支撑的收入水平）由 1Q25 的 0.40 倍升至 2Q26 的 2.08 倍，体现收入扩张及单位智能成本优化的共同作用。基于其异构计算架构以及与头部算力厂商的合作，Anthropic 是全球具备最充足算力储备的模型厂商之一，公司目前已达成的算力承诺合约已超过 6500 亿美元。与此同时，公司披露 3Q26 超过 80%的收入来自过去六个月发布的模型版本，反映收入增长与新模型采用及模型能力紧密相关，后续需持续关注新增算力交付与需求兑现的匹配程度。
- **收入放量摊薄算力及人员费用，季度经营盈利初步验证规模效应。** 1Q26 及 2Q26 收入连续环比翻倍，按量付费贡献 1H26 约八成收入，截至 2026 年 9 月底，员工过去 12 个月人均创收超过 660 万美元，约为一年前的 4.7 倍。调用增长叠加推理与调度优化推动 1H26 毛利率升至 85.4%，人员费用率同比由 46.3%降至 19.4%；2Q26 经营利润率为 8.4%。
- **风险提示：** 企业需求及客户用量增长不及预期，算力交付与需求错配，模型迭代不及预期及竞争加剧，安全监管及版权争议。

软件 & IT 服务 行业

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
(852) 3850 5226
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

郭书音
(852) 3916 3716
guoshuyin@cmbi.com.hk

相关报告:

1. 3Q26 大模型发展复盘及展望 — 单任务成本下降及 RSI 深化推动 AI 使用深度提升 – 16 Oct
2. 软件 & IT 服务 – 海外软件选股策略深度报告：在共识中寻新机 – 9 Oct
3. Z.AI (2513 HK; BUY) - Scaling intelligence, scaling monetization – 2 Sep
4. Z.AI (2513 HK) - Capability converting into commercial scale -1 Sep
5. Minimax (100 HK) 1H26 review: strong monetization; extending performance-cost frontier of large model – 27 Aug
6. Z.AI (2513 HK) - GLM-5.3 unveiled with strong capabilities – 14 Aug
7. AI 主题研究 - 2Q26 大模型发展复盘及展望：关注算力利用效率提升及差异化定价能力 – 6 Jul
8. Knowledge Atlas (2513 HK) - Sailing toward the vast frontier ofAGI – 11 Jun
9. Minimax Initiation: Evolving into a one-stop AI platform – 10 Jun
10. AI 主题研究 - 1Q26 大模型进展复盘：关注 Agent 化及 B 端突围 – 16 Apr

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

目录

技术与产品战略：一体化布局推动企业落地，内部深度应用促进模型迭代 3
“模型-平台-应用”一体化布局，将模型能力转化为可规模化部署的企业解决方案 3
安全驱动模型演进，内部深度应用强化研发与经营效率 4
发展趋势：客群加速扩容、行业应用拓宽、商业化体系深化 5
客户群体拓展：高付费客户快速扩容，多产品采用和智能体工作负载扩张有望推动收入进一步增长 6
行业拓展：高价值、专业化、受监管工作流为重点，向物理世界延伸 7
未来展望：个人采用、企业部署、生态分销相互衔接，中型企业与国际市场构成进一步扩张方向 8
财务数据：企业客户扩容释放经营杠杆，单季经营利润转正 9
营收：企业客户数量与使用深度同步提升，推动收入加速 9
毛利率：调用增长摊薄算力成本，1H26 毛利率升至 85.4% 11
人效：收入增长快于团队扩张，9 月底人均创收超 660 万美元 12
成本结构与现金流：经营杠杆推动季度盈利，经营现金流转正 14
算力：优化算力效率，扩展算力规模 18
公司治理与股权架构 21
主要风险 25

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

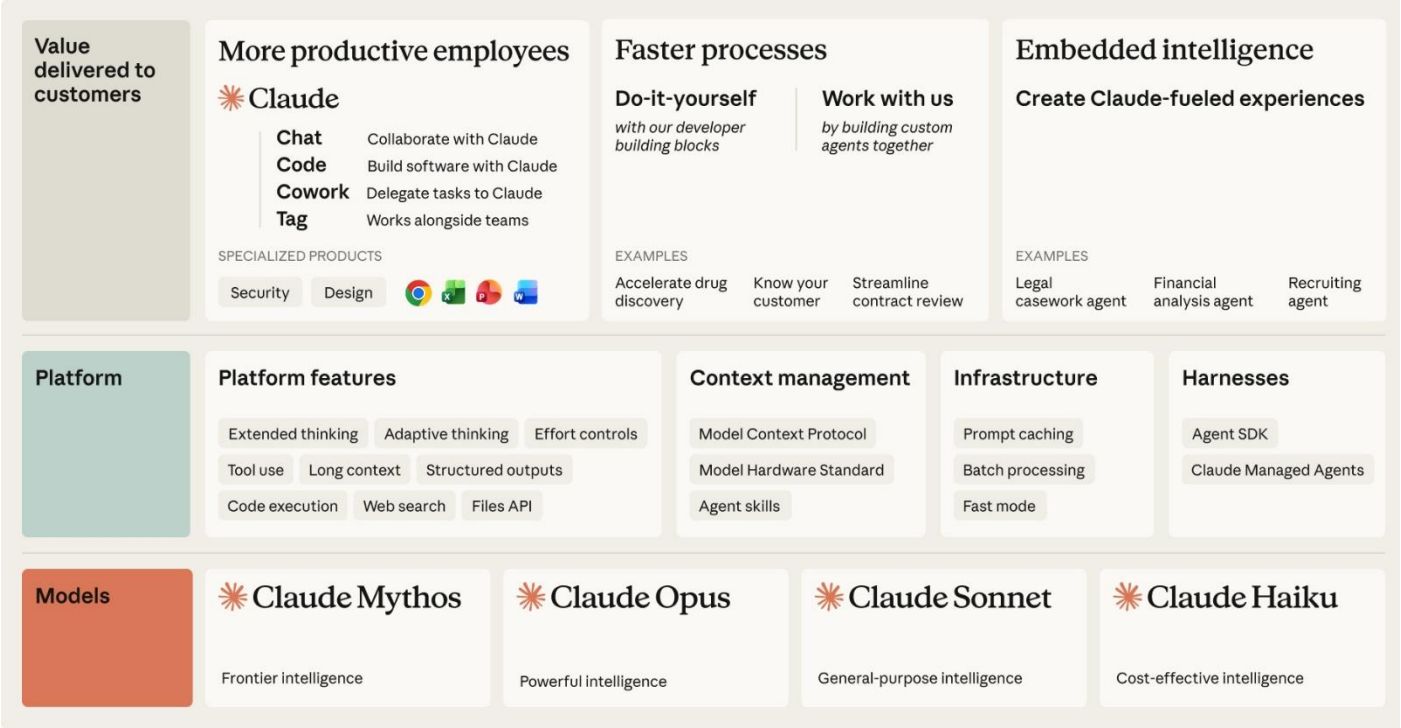
技术与产品战略：一体化布局推动企业落地，内部深度应用促进模型迭代

Anthropic 以“模型—平台—应用”一体化布局，将前沿模型能力转化为可规模化部署的企业解决方案，并通过客户反馈与内部使用持续推动产品迭代。公司以安全和用户信任为发展基础，聚焦编码、智能体及安全研究，沿推理深度、持续运行时间、自主性和任务复杂度提升 Claude 能力，推动其由问答助手向能够持续交付结果的虚拟协作者演进。与此同时，Claude 已深度融入公司研发及日常经营：2026 年 9 月代码库贡献中超过 90%由 Claude 编写，内部使用亦覆盖实验、训练数据处理、评估及安全审计等环节。我们认为，一体化产品架构有助于降低企业采用门槛，而高强度内部使用则缩短研发与应用之间的反馈周期，形成模型改进、产品落地与组织效率提升相互促进的发展机制。

“模型-平台-应用”一体化布局，将模型能力转化为可规模化部署的企业解决方案

在一体化布局的层面，Anthropic 通过 Claude 模型家族提供底层智能能力，Claude Platform 将底层智能能力与智能体运行框架、连接器、治理及编排能力整合，以可组合的基础组件支持开发者和企业构建定制化解决方案；Claude Code、Claude Cowork 等第一方应用则基于同一套组件，为客户提供可直接使用的产品。这一架构使模型能力提升能够传导至平台与应用，同时将客户使用反馈引入研究和产品迭代，形成双向反馈机制。

图 1：Anthropic：“模型-平台-应用”一体化布局



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

Anthropic 也采取前瞻性的产品开发方式，例如围绕预期将实现的智能体编程能力提前设计 Claude Code，使产品能够在模型能力成熟后迅速扩大应用规模。与此同时，平台向外部开发者开放，通过第三方创新拓宽 Claude 的应用范围，并随着持续集成逐步融入客户的数据、工作流程和组织知识。我们认为，该布局的核心价值在于降低前沿 AI 从技术能力到实

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

际业务部署的转化门槛：既通过标准化应用提高采用效率，也通过开放平台满足复杂、差异化需求，并在使用深化过程中增强客户关系，为跨产品采用和企业内部扩张提供基础。

安全驱动模型演进，内部深度应用强化研发与经营效率

■ **以安全和用户信任为模型发展的基本约束，持续投入前沿能力建设**

Anthropic 将自身定位为研究机构，并将模型对齐、机制可解释性、红队测试和持续监控纳入研发及发布流程。根据《负责任扩展政策》，公司可依据风险评估结果延迟训练、推迟发布或限制模型访问。例如，2026 年 4 月，Anthropic 的 AI 模型 Mythos 因网络漏洞发现能力所带来的风险，首先通过 Project Glasswing 向特定机构提供受限研究预览，随后才推出附带安全限制的 Fable 5。

商业模式方面，公司明确承诺 Claude 不引入广告，希望产品围绕回答质量和用户需求优化，避免广告收入目标带来的用户参与度压力。我们认为，安全与用户利益一致性共同构成其企业级产品定位的重要基础，有助于建立关键业务场景所需的信任。

■ **研发资源集中于编码、智能体及安全能力，并通过分层模型组合兼顾性能与使用经济性**

Anthropic 在招股书明确表示，公司当前不以图像和视频生成模型为研发重点，而将相关算力用于编码、智能体技能及安全研究；与此同时，所有模型均支持文本、代码及多模态输入。产品端，Mythos 及 Fable 承载最前沿能力，Opus 面向推理密集型及端到端任务，Sonnet 兼顾性能、成本与速度，Haiku 服务高吞吐、低成本场景。技术端，公司要求预训练改进先经小规模验证，并证明效果能够随规模扩大而保持；后训练已成为最大的研究投入方向之一，重点围绕真实专业任务提升代码编写、工具操作和自主执行能力；模型架构与推理基础设施则协同设计，以提高运行效率。

■ **Claude 正沿推理深度、持续运行时间、自主性和任务复杂度四个维度深化演进**

推理方面，Extended Thinking（拓展思考）、Adaptive Thinking（自适应思考）及 Effort Controls（推理强度控制）分别支持延长内部推理、自动调整推理投入，以及平衡质量、成本和延迟；持续运行方面，长上下文、记忆及低延迟模型帮助保存资料和任务状态；自主性与复杂度方面，工具调用、计算机操作、代码执行和多智能体协同，使模型能够处理跨工具、多步骤的开放式工作。据招股书，Claude 已能在部分复杂项目中自主运行数小时乃至数天，并协调数千个智能体，进一步目标是完成持续数小时、数天乃至数周的开放式任务。基于 Scaling Laws 及训练、数据和算力效率的持续改进，Anthropic 预计推理、数学、编码、科学分析、智能体任务和知识工作能力仍将多年持续提升。

■ **工程与网络安全领域的量化进展，为模型能力向高价值任务延伸提供实证**

根据 Anthropic 招股书披露的内部基准，Claude 处理缺少明确规格、过去依赖资深工程师判断的开放式工程问题，其成功率于 2026 年 9 月达到约 90%，九个月提高约 50 个百分点。在网络安全相关的 ExploitBench 漏洞利用测试中，Anthropic 的成绩在约四个月内由 Opus 4.8 的 40%，提升至 Mythos 5 的 78%及 Opus 5.5 的 91%。公司将网络安全列为最重要的近期机会之一，推出 Claude Security 和 OSS Scanner，并承诺通过 Project Glasswing 投入最高 1 亿美元支持网络防御相关举措。我们认为，编码能力的提升正在扩大 Claude 在漏洞发现、分析和修复中的适用范围，使网络安全同时成为商业拓展方向和模型安全治理重点。

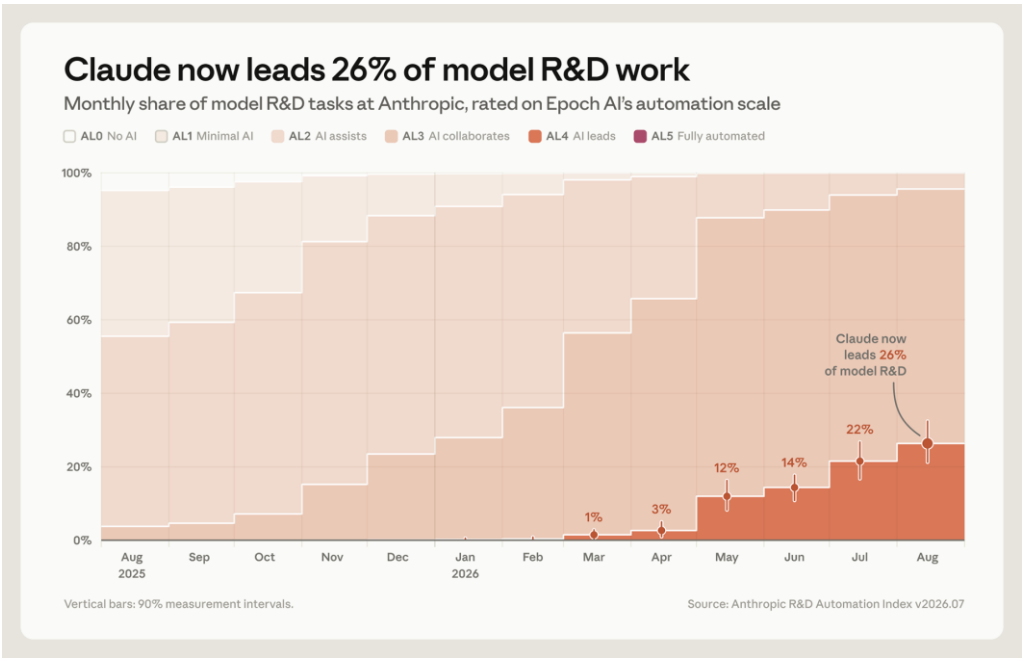
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

■ Claude 已成为核心研发工具、形成持续迭代的反馈循环

公司披露，2026 年 9 月代码库贡献中超过 90%由 Claude 编写；3Q26 每位工程师日均代码贡献量超过 2024 年全年日均水平的 45 倍，工程师因而更多承担任务指导与结果审查。此前，据 Anthropic 9 月披露，按 2026 年 7 月固定研发任务篮子及人员投入加权，Claude 主导研发工作占比由 3 月 1%升至 5 月 12%、7 月 22%及 8 月 26%，达到 AI 协作及以上水平的占比超过 90%。在 AI 主导的任务中，研究员给出目标，Claude 自行读取日志、定位问题、编写及测试修复方案，研究员负责监督和部署决策。同期，公司最常用内部平台约有 3 万个 Agent 并行开展研究及工程任务，研发执行由单个助手扩展至大规模并行。

图 2：Anthropic 模型研发工作中 AI 主导占比升至 26%



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ 内部使用已从研发扩展至市场拓展和运营

招股书显示，Claude 已嵌入所有团队的工作流。按对外标价折算，内部 Claude 使用价值在 2026 年 1 月至 9 月增长超过 250 倍，并于 2026 年 4 月首次超过当月不含股权激励的人员费用，显示其内部使用强度显著上升。经营层面，2025 年 9 月至 2026 年 9 月，公司过去 12 个月（TTM）收入增长约 1,200%，员工数量增长约 170%，TTM 人均收入由 140 万美元升至超过 660 万美元。

发展趋势：客群加速扩容、行业应用拓宽、商业化体系深化

Anthropic 整体的发展趋势呈现客群快速扩张、行业应用拓宽及商业化体系深化的特征。截至 2026 年 9 月，过去 12 个月（TTM）贡献收入达到 10 万美元的客户已超过 11,900 家，较 2025 年末约 1,500 家显著增长；约 900%的净收入留存率则体现存量客户收入的强劲扩张。与此同时，高付费客户中同时使用平台及第一方应用的比例由 4Q25 约 30%升至 3Q26 超过 50%，而同期符合上述门槛的 Fortune 500 客户对 Anthropic 的支出平均仍不足其总费用的 0.1%，显示多产品采用及跨部门、跨流程部署仍有深化空间。行业层面，公司已推出覆盖金融、医疗、生命科学、法律、教育及政府等领域的七类垂直方案，并进一步探索科研、机器人及物理世界应用；渠道层面，Anthropic 则通过三大云平台、合作伙伴生态及专

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

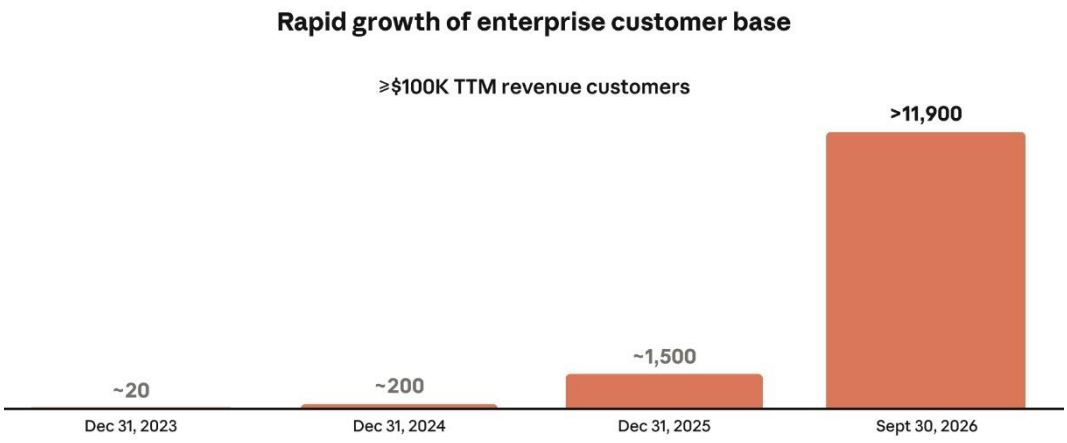
仅供内部参考，请勿外传！

业部署团队，扩大中型企业和国际客户覆盖。我们认为，新增客户增长、存量客户使用深化与行业场景拓展有望共同支撑收入增长，而渠道及交付能力的完善，将是推动自然采用转化为规模化企业部署的重要条件。

客户群体拓展：高付费客户快速扩容，多产品采用和智能体工作负载扩张有望推动收入进一步增长

公司高付费客群增长迅速。基于截至 2026 年 9 月 30 日的 TTM 时间维度，且将统一组织的相关账户合并后计算口径，Anthropic 对其收入达到 10 万美元、100 万美元和 1,000 万美元的客户分别为超过 11,900 家、超过 1,900 家和约 250 家（注：层级相互包含）。10 万美元以上客户（定义为高付费客户；下同）从 2023 年末约 20 家增至 2024 年末约 200 家、2025 年末约 1,500 家，再增至 2026 年 9 月超过 11,900 家。**在高付费客群快速增长的同时，低付费客群营收也在快速增长，且低付费客群已有一定的覆盖广度。**1H26 营收贡献大于或等于 10 万美元的企业客户合计对 Anthropic 的营收贡献为 120 亿美元，较 1H25 的 8.7 亿美元增长约 1,279%，占整体收入的比例为 74%（1H25：75%）。据招股书，Anthropic 后续计划披露截至 2026 年 9 月的 TTM 营收小于 10 万美元的客户营收整体贡献情况。基于现有数据简单估算，尽管这部分客户的营收体量或可能与 1H26 的 26%（=1-74%）水平接近，但这些营收由约 4 千万的客户共同贡献，体现目前低付费客群已经具备了一定的覆盖广度，未来的付费有进一步的成长空间。

图 3：Anthropic：TTM 营收贡献大于或等于 10 万美元的企业客户群体快速增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

头部企业覆盖广泛但仍有提升空间，组织内部的使用深度亦有较大提升空间。截至 2026 年 9 月，TTM 贡献收入达到 10 万美元的客户已覆盖全部 Fortune 10 公司、超过 50%的 Fortune 500 公司及超过 30%的 Global 2000 公司；其中包括 Fortune 500 中最大的 10 家软件及 IT 服务公司、10 家互联网公司、10 家银行，以及 10 大药企中的 9 家和 10 大医疗保健公司中的 8 家。我们认为这表明 Claude 已在多个主要行业建立头部客户基础。但从使用深度而言，未来或仍有较大的提升空间。据公司招股书，3Q26 Anthropic 从 Fortune 500 客户获得的收入，平均相当于客户总费用的不足 0.1%；收入贡献最高的 10 家 Fortune 500 客户对应比例平均仍不足 1%，但已超过整体平均水平的 8 倍。我们认为，结合 Anthropic 披露的多数企业客户目前仅在有限团队和用例中部署 Claude，可以推测现有客户内部从局部采用向跨部门、跨流程部署的深化，将有望成为未来单客户营收增长的重要支撑。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

多产品采用和智能体工作负载扩张，为现有客户付费提升提供了具体路径。据招股书，同时使用 Claude Platform 及至少一款第一方应用的高付费客户比例，从 4Q25 约 30%升至 3Q26 的超过 50%，显示平台与应用之间的交叉销售正在加深。3Q26 不使用 Claude Code 的 Claude Enterprise 用户平均月支出低于 75 美元，而使用 Claude Code 的 Enterprise 用户中，支出最高的 5%平均支出约为前者的 20 倍。我们认为这个数据表明复杂智能体任务有望带来更高的收入扩张空间。

900%的净收入留存率凸显存量客户收入扩张能力。据招股书，截至 2026 年 9 月 30 日的净收入留存率（Net Revenue Retention，NRR）约为 900%。该指标以基准季度至少贡献 1 美元收入的合格客户为对象，将其当期季度收入与上年同期季度收入比较，并排除 Claude Pro 及 Max 订阅用户。我们认为尽管 900%的 NRR 未来因业务及客户逐步成熟存在下降空间，但这一数字本身已经证明了公司在存量客户上的收入扩张能力。

行业拓展：高价值、专业化、受监管工作流为重点，向物理世界延伸

Anthropic 的行业拓展以高价值、专业化及受监管工作流为重点，并向生命科学及物理世界应用延伸。公司已推出七类垂直解决方案，覆盖金融服务、财务顾问及财富管理、医疗保健、生命科学、法律、教育和政府，目标客户包括金融机构、医疗服务提供者与支付方、药物研发及临床试验团队、律所和企业法务、教育机构及政府部门。

图 4：Anthropic 行业拓展地图：以模型和平台为底座，深化行业应用，并向科研与物理世界延伸



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

公司增长战略进一步列举保险、零售与商业、电信、专业服务、科技及网络安全等应用领域，显示 Anthropic 计划通过行业知识、数据连接和合规控制拓宽通用平台的适用范围。生命科学方向的投入较为具体：公司于 2026 年 4 月收购 Coefficient Bio，并披露建设分子生物学实验室、招聘行业专家，以及开发覆盖药物发现和开发各阶段的 AI 智能体；研究预览中的 Model Hardware Standard 则已支持操作显微镜、液体处理设备和机械臂。我们认为，公司近期增长重点是深化现有垂直场景，而长期则寻求从知识工作延伸至科研和物理操作。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

未来展望：个人采用、企业部署、生态分销相互衔接，中型企业与国际市场构成进一步扩张方向

公司计划扩充直接市场拓展及 Applied AI 团队，为复杂企业部署提供定制方案，并通过 AWS、GCP 及 Azure 三大云平台进入客户现有技术环境。2026 年 3 月推出的 Claude Partner Network 获当年初始 1 亿美元投入承诺，截至 9 月已有来自超过 4,000 家组织的超过 15 万名从业者获得认证；2026 年 10 月推出的 Claude Frontier Academy 另获 1 亿美元投入承诺，目标到 2027 年末培训 10,000 名工程师。与此同时，公司与私募股权机构合作的 Ode with Anthropic 明确面向跨行业中型企业，区域办公室及当地合作伙伴则支持国际化拓展。2026 年上半年，公司国际收入达到 45.23 亿美元，较上年同期 3.43 亿美元增长约 1,219%，占总收入约 27.8%。我们认为，这些投入表明，公司正将自然采用带来的需求转化为可规模化复制的企业部署能力，拓展重点不仅包括大型企业内部的深化，也包括中型企业和海外客户的覆盖。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

财务数据：企业客户扩容释放经营杠杆，单季经营利润转正

企业客户扩大使用规模，推动 Anthropic 从收入高速增长迈向季度经营盈利。公司 1Q26 及 2Q26 收入连续环比翻倍，1H26 收入同比增长 1,300%至 162.9 亿美元。大客户数量增加、同一企业内使用范围扩大，以及云渠道拓展，共同支撑收入增长。在此基础上，付费调用量增加，叠加推理及调度效率提升，降低了既有算力成本占收入的比重，1H26 毛利率升至 85.4%；同时，收入增长快于团队扩张，人员费用占收入的比重降至 19.4%。尽管研发及销售营销仍吸收大部分毛利，收入增长快于成本和费用增长，推动公司在 2Q26 实现 9.7 亿美元经营利润及 8.4%的经营利润率。现金流方面，1H26 经营现金流净流入 39.3 亿美元，扣除固定资产购置后测算自由现金流为 34.5 亿美元；除经营改善外，非现金股权激励费用加回、利息收入及营运资金变动也提供支持。我们认为，公司已初步验证企业客户扩容能够带动收入增长，并通过摊薄成本费用转化为经营利润。

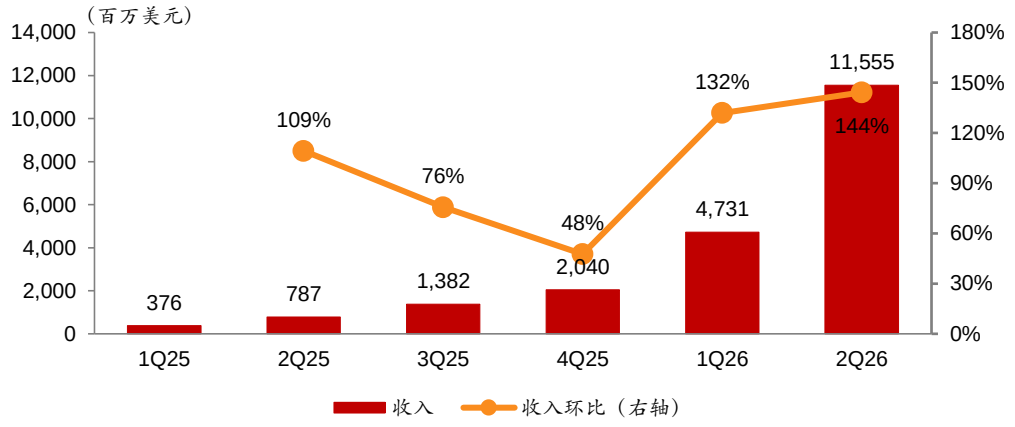
营收：企业客户数量与使用深度同步提升，推动收入加速

Anthropic 的收入增长主要来自企业客户实际使用规模的扩大。1H26 收入同比增长 1,300%至 162.9 亿美元，1Q26 及 2Q26 收入连续环比翻倍。从业务类型看，按量付费贡献 1H26 约八成收入；从客户结构看，大客户群贡献约 74%的收入。截至 2026 年 9 月底，过去 12 个月为公司贡献至少 10 万美元收入的客户已逾 11,900 家，净收入留存率约 900%，显示客户数量增加与存量客户扩容共同拉动增长。与此同时，客户同时使用平台与自有应用带动单个组织支出增加，云渠道则进一步扩大客户覆盖。1H26 云渠道收入占比达 48%。因此，后续收入增长仍与客户持续调用、采用新模型密切相关，但招股书中也披露圣诞节假期等长假及对违规使用的管控可能会对营收和 ARR 带来部分短期的负向影响。

■ **季度收入连续翻倍，2026 年增长进一步提速**

2026 年连续两季环比翻倍，收入增长较 2H25 进一步提速。具体来看，收入由 4Q25 的 20.4 亿美元升至 1Q26 的 47.3 亿美元、2Q26 的 115.6 亿美元，环比增速由 47.6%升至 131.9%及 144.2%。其中，2Q26 贡献上半年 71.0%的收入。从同比看，1Q26 及 2Q26 收入分别增长 1,158%及 1,368%，增速同样加快。公司将这一表现归因于模型和产品的持续发布，以及由此带来的调用增加、客户部署扩大及采用范围拓展。在上述因素推动下，按量付费与订阅两类业务均实现增长。

图 5：Anthropic: 季度收入及环比增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

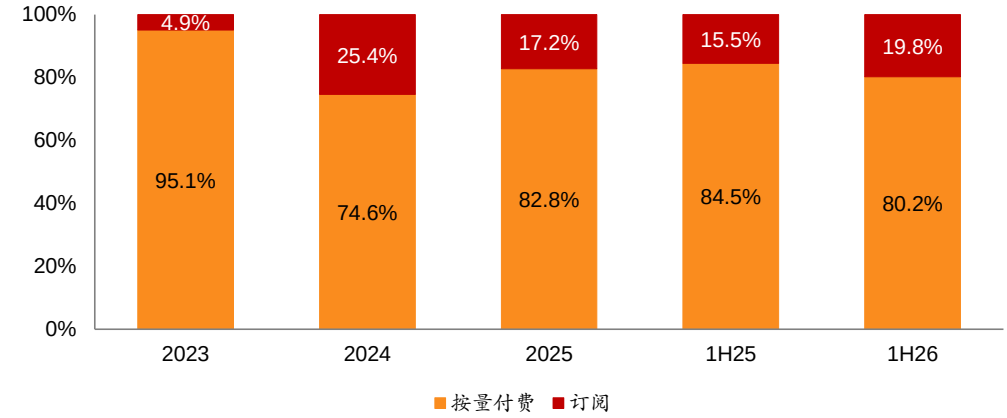
仅供内部参考，请勿外传！

■ 按量付费贡献约八成收入，订阅扩大客户使用入口

按量付费贡献主要收入增量，订阅业务则以更快速度扩大规模。1H26 收入同比增长 1,300%至 162.9 亿美元，其中按量付费收入增长 1,229%至 130.6 亿美元、订阅收入增长 1,690%至 32.2 亿美元。在订阅业务更快增长的带动下，其收入占比由 1H25 的 15.5%升至 19.8%；不过，按量付费仍占 80.2%。从更长周期看，公司收入由 2024 年的 3.9 亿美元增至 2025 年的 45.9 亿美元，1H26 已达到 2025 全年收入的 3.55 倍。

订阅与按量付费相互补充。订阅方案提供约定用量及功能，客户接近或用尽额度后，可升级方案或按量购买更多用量；平台客户则可将 Claude 嵌入自身产品和工作流程，支出随调用增加而扩大。在收入确认上，按量付费收入在客户消耗 token 时确认；订阅收入则在订阅期间均匀确认，期限通常不超过 12 个月。两类业务由此形成衔接，而当前收入增量仍主要来自实际调用规模的扩大。

图 6：Anthropic: 按量付费与订阅收入结构



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ 大客户扩容与云渠道拓展共同扩大收入基础

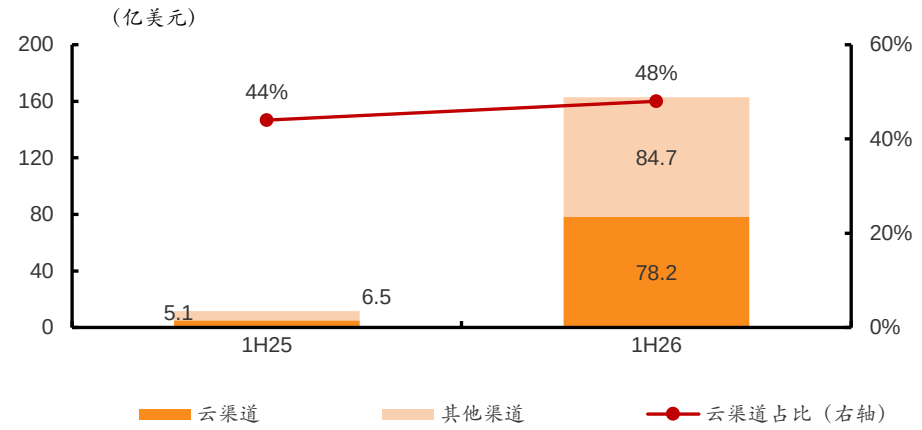
从客户结构看，大客户数量增长扩大了企业客户基础，为收入增长提供支撑。TTM 收入达到 10 万美元的客户由 2025 年 6 月底逾 600 家增至 2026 年 6 月底逾 6,000 家，这一客户群在 1H26 贡献约 120 亿美元收入，较上年同期 8.7 亿美元增加约 111.3 亿美元，占公司收入增量约 74%。到 9 月底，该类客户数量进一步增至逾 11,900 家；其中 TTM 收入达到 100 万美元的客户逾 1,900 家、达到 1,000 万美元的客户约 250 家。高收入客户群的扩大推动公司营收增长。

除客户自身扩容外，云渠道也通过简化采购和扩大销售覆盖，支持企业客户拓展。经云平台销售的收入占比由 2024 年的 32%、2025 年的 47%升至 1H26 的 48%，较 1H25 提高 4 个百分点。按披露占比测算，1H26 云渠道收入约 78.2 亿美元，较 1H25 约 5.1 亿美元增加 73.1 亿美元，贡献约 48.3%的同期收入增量。与此同时，其他渠道收入亦由约 6.5 亿增至 84.7 亿美元。Claude 覆盖 AWS、GCP (Google Cloud Platform) 及 Azure，企业可利用已有云基础设施、安全边界及承诺支出安排采购，公司则借助云厂商销售团队触达更多客户。在此模式下，Anthropic 与终端客户直接签约、制定价格并提供服务，平台则代为开票和收款，并在扣除适用费用后结算。相应地，公司按总额确认收入，将渠道费用计入销售营销。因此，云渠道在扩大客户覆盖的同时，也带来了随业务规模增长的分销支出。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图 7：Anthropic: 云渠道收入提升



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ **合同承诺提供部分收入能见度，违规使用管控及季节性波动为 Run-Rate 带来一定影响**

合同承诺提供部分收入能见度，持续调用和新模型采用则带动增量收入。截至 2026 年 6 月底，剩余履约义务（RPO）为 108 亿美元，包括递延收入及其他不可取消合同承诺中尚待确认的收入。其中，递延收入 16.5 亿美元，公司预计未来 12 个月确认 RPO 的 75%、即 81 亿美元，其后将确认 27 亿美元。RPO 覆盖订阅及最低消费承诺，年度或多年最低消费合同主要产生按量付费收入。与此同时，许多头部客户未签订长期合同或合同近期到期，部分合同允许灵活调整支出，收入兑现仍受客户实际用量影响。此外，3Q26 超过 80%的收入来自过去六个月发布的模型版本，反映收入增长与新模型采用及模型能力紧密相关。因此，合同承诺奠定了部分收入基础，而新增收入对持续调用、模型迭代及客户扩容的依赖，使中长期收入增长与模型能力提升正相关。

加强对违规使用的管控，预计对未来收入有个位数影响。据公司对已识别客户的估计，2026 年 1-9 月约 5%–7%的收入来自违反使用政策或商业条款的客户。为此，公司于 8–9 月加强识别和政策执行，并预计该类客户收入占比将下降。这些访问限制也将影响后续收入及 Run-Rate 读数。

圣诞假期或推动 2026 年末 Run-Rate 出现短期回落。 公司 Run-Rate Revenue 按“过去 28 天按量费用×13＋测算日有效订阅月费合计×12”计算，近期客户用量变化会直接影响年化读数。2025 年圣诞假期期间，截至 2026 年 1 月 2 日的两周，客户总支出较此前两周下降约 20%，与企业代码冻结、开发及产品发布活动减少有关。今年年末若再次出现类似季节性变化，Run-Rate 测算值也将受到影响。

毛利率：调用增长摊薄算力成本，1H26 毛利率升至 85.4%

1H26 毛利率同比提升 73.0 个百分点至 85.4%，新增收入的 91.0%转化为毛利。改善主要来自两方面：调用放量摊薄短期相对固定的算力成本，推理及调度优化进一步提升既有算力的利用效率。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

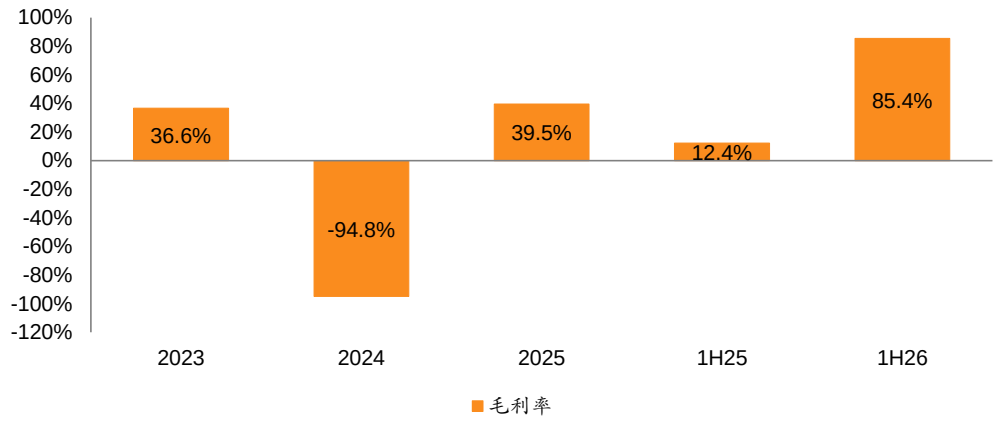
仅供内部参考，请勿外传！

■ **收入放量覆盖前期投入，推理优化提高交付效率**

收入增速明显高于收入成本增速，推动 1H26 毛利大幅增长。1H26 收入同比增长 1,300%，而收入成本增长 134%至 23.8 亿美元。毛利因此由 1H25 的 1.4 亿美元增至 139.1 亿美元，毛利率由 12.4%升至 85.4%。151.2 亿美元新增收入仅对应 13.6 亿美元新增收入成本。公司披露其通常提前 12–18 个月签订多年算力合同，费用在算力可用时确认，短期内相对固定，付费调用放量因而能较快摊薄既有投入。

历史毛利率的变化也反映出：算力先投入使用，收入规模随后扩大。2024 年，此前签订的算力承诺陆续交付，收入成本达到 7.5 亿美元、超过 3.9 亿美元收入，毛利率降至-94.8%。随后，2025 年收入增长 1,088%、收入成本增长 269%，毛利率回升至 39.5%。进入 1H26，收入加速覆盖服务成本，毛利率继续提升。技术方面，公司持续降低同等模型能力的推理算力需求，并通过工程优化提高生产利用效率；自有调度系统在 AWS Trainium、Google TPU、NVIDIA GPU 及 AMD GPU 之间按工作负载优化价格与性能，让既有算力承接更多任务。

图 8：Anthropic: 历史毛利率变化



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

注：收入成本主要包括向客户提供模型服务的算力及基础设施费用，以及部分人员及分摊费用；模型开发、研究及内部使用算力计入研发费用；渠道费用、营销广告及免费访问算力计入销售营销费用。

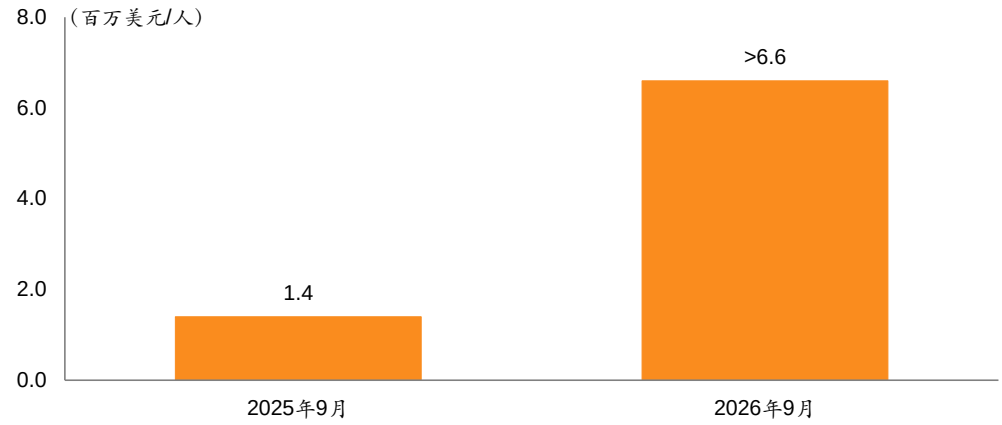
人效：收入增长快于团队扩张，9 月底人均创收超 660 万美元

在毛利率改善之外，收入增长也摊薄了人员投入，体现为人均创收提升和人员费用占收入比重下降。截至 2026 年 9 月底，员工过去 12 个月人均创收超过 660 万美元，约为一年前的 4.7 倍，背后是过去 12 个月收入同比增长约 1,200%，快于员工人数约 170%的增幅。公司通过平台、API 及自有应用扩大交付，并借助云渠道扩大覆盖；同时将 Claude 用于内部研发，支持代码编写和产品开发。1H26 整体人员费用率（财报口径 Operating expenses: Personnel 除以总营收；下同）由 46.3%降至 19.4%，扣除股权激励后的其余人员费用率由 21.7%降至 5.9%；2Q26 整体人员费用率进一步降至 16.1%。不过，股权激励贡献 1H26 人员费用增量的 72.6%，且尚未确认的相关费用继续累积。截至 6 月底，尚未满足服务条件的 RSU（限制性股票单位）对应未确认费用达 237 亿美元，后续费用确认节奏将影响 GAAP 口径利润。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图 9：Anthropic: TTM 单员工收入



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ 收入增长快于员工人数增长，人均创收持续提升

收入扩张明显快于团队规模增长，人均创收约增至一年前的 4.7 倍。2025 年 9 月至 2026 年 9 月，公司过去 12 个月收入同比增长约 1,200%，同期员工人数增长约 170%，员工过去 12 个月人均创收由 140 万美元升至超过 660 万美元。截至 9 月底，公司拥有约 5,300 名员工，较 2024 年末约 940 人明显增加，研究、工程及产品开发人员合计占多数。从交付方式看，模型和产品通过平台、API 及自有应用向客户交付，云厂商等分销伙伴进一步扩大客户覆盖。因此，即使团队快速扩张，公司仍实现了人均创收提升。

■ 股权激励是人员费用增长主因，后续费用确认将影响利润

从费用构成看，股权激励是人员费用增长的主因，而其他人员费用占收入的比例继续下降。1H26 人员费用同比增加 26.1 亿美元至 31.5 亿美元，其中股权激励增加 19.0 亿美元、占增量 72.6%，现金薪酬增加 5.1 亿美元、占 19.5%。已确认股权激励占人员费用的比例由 53.2%升至 69.3%。与此同时，尽管扣除股权激励后的其余人员费用由 2.5 亿增至 9.7 亿美元，但费用率由 21.7%降至 5.9%。同期，整体人员费用率由 46.3%降至 19.4%。收入增长快于人员费用增长，使股权激励、工资、福利及相关税费占收入的比重下降。

这一人员投入的规模效应在 2Q26 进一步显现。扣除股权激励后的人员费用由 1Q26 的 3.7 亿美元增至 2Q26 的 6.0 亿美元，环比增长 60.6%，低于同期收入 144.2%的增幅，相应费用率由 7.8%降至 5.2%。同期股权激励由 9.2 亿增至 12.6 亿美元，占收入比例由 19.5%降至 10.9%。由此可见，收入增长带来显著杠杆效应，整体人员费用率由 27.4%降至 16.1%，贡献 11.3 个百分点的季度经营利润率改善。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图 10：Anthropic: 人员费用明细

百万美元	1H25	1H26	1Q26	2Q26
人员费用	**538**	**3,152**	**1,295**	**1,857**
股权激励	286	2,185	924	1,261
股权激励/人员费用	53.2%	69.3%	71.4%	67.9%
扣除股权激励后的其余人员费用	252	967	371	596
人员费用/收入	**46.3%**	**19.4%**	**27.4%**	**16.1%**
扣除股权激励后其余人员费用/收入	21.7%	5.9%	7.8%	5.2%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

注：股权激励采用公司经营利润调整表口径；其余人员费用包含现金薪酬、福利及相关税费等。

随着股权激励授予数量增加、每份授予价值上升，公司未来需要确认的股权激励费用也进一步增加。截至 2026 年 6 月底，员工限制性股票单位（RSU）归属须同时满足服务年限及上市或控制权变更等条件，相关费用尚未确认。从 2025 年末到 2026 年 6 月底，未归属 RSU 由 6.21 亿份增至 10.50 亿份、增加 69.0%；尚未满足服务条件的 RSU 对应未确认费用由 52 亿增至 237 亿美元、增加 355.8%，加权平均剩余确认期为 2.1 年。按 6 月底的情况测算，若公司判断上市等业绩条件很可能满足，公司需累计确认 29 亿美元费用，高于 2025 年末同口径的 6.7 亿美元。此外，未归属期权还对应 28 亿美元未确认费用，加权平均剩余确认期为 1.2 年。从单位授予价值看，1H26 新授予 RSU 的加权平均授予日公允价值由 2025 年的每股 9.4 美元升至 46.5 美元、约为原来的 4.9 倍。6 月底后，董事会再批准约 9,100 万份 RSU，合计授予日公允价值 58 亿美元。

成本结构与现金流：经营杠杆推动季度盈利，经营现金流转正

得益于收入强劲增长推动杠杆效应释放，公司已能以收入覆盖当季经营投入，并实现经营现金流净流入。1H26 研发及销售营销费用仍合计占毛利的 97.4%，但收入增长快于成本费用，使 2Q26 经营利润转正至 9.7 亿美元、经营利润率达 8.4%。算力及人员费用率下降是主要驱动，其中算力费用率下降贡献上半年经营利润率改善的 81.3%；渠道支出增加则抵消部分改善。股权激励与金融工具估值造成不同利润口径的差异：2Q26 经调整经营利润率为 19.3%，而 1H26 金融工具估值损失仍显著拖累 GAAP 净利润。现金流方面，1H26 经营现金流净流入 39.3 亿美元，扣除固定资产购置后测算自由现金流为 34.5 亿美元；经营现金流中，营运资金变动贡献 11.7 亿美元，现金流还受益于非现金股权激励费用的加回及利息收入。

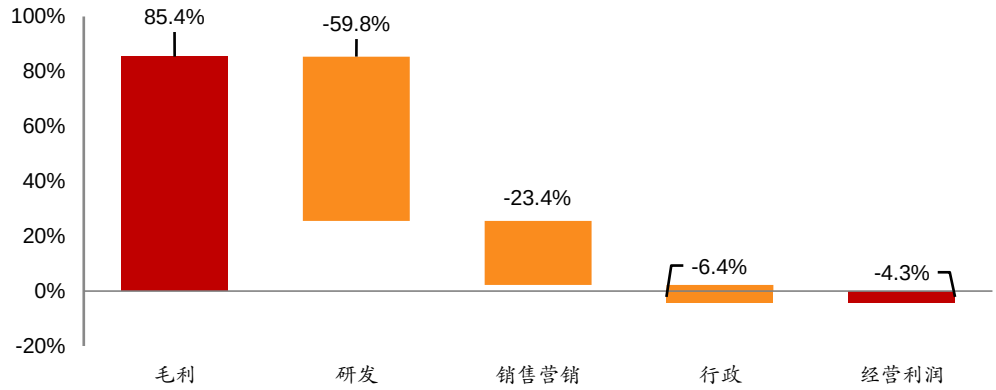
■ 毛利主要投入研发与渠道，算力摊薄推动整体费用率下降

公司仍将大部分毛利用于研发与客户拓展，为下一阶段增长持续投入。1H26 毛利为 139.1 亿美元，研发及销售营销费用分别为 97.4 亿及 38.1 亿美元，合计占毛利 97.4%；再扣除 10.5 亿美元行政费用，公司录得 6.9 亿美元经营亏损、OPM 为-4.3%。同比新增 137.6 亿美元毛利中，57.3%用于新增研发投入、25.9%用于新增销售营销投入、6.2%用于新增行政投入，余下 10.5%转化为经营利润改善。尽管研发费用同比增长 426.5%，费用率仍由 159.1%降至 59.8%；行政费用率由 16.3%降至 6.4%，销售营销费用率则由 20.6%升至 23.4%。整体来看，收入增长及毛利率提升带动公司毛利规模扩大，研发及行政费用率随收入规模扩大而下降，部分新增毛利用于支持渠道拓展。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图 11：Anthropic: 1H26 研发与客户拓展吸收了大部分毛利



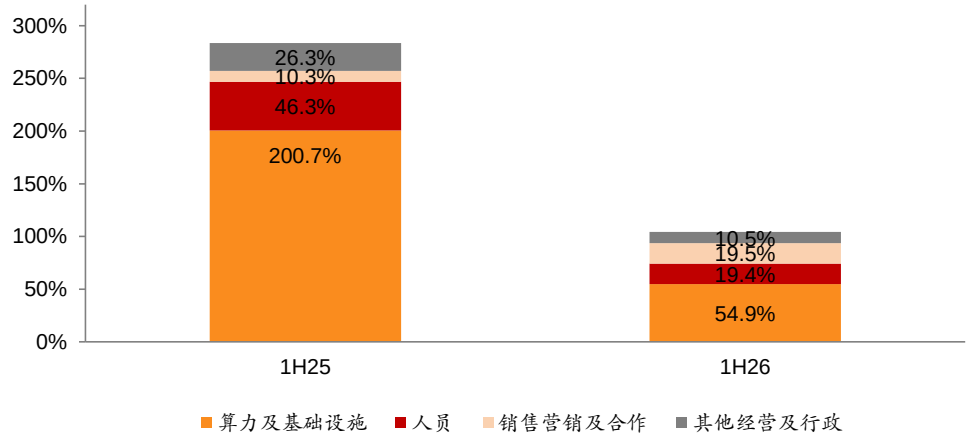
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

注：以占营收的百分比表示

进一步按算力、人员、销售营销及合作、其他经营行政四类费用性质拆分，算力费用率下降贡献了上半年经营利润率改善的 81.3%，是利润率提升的主要来源。1H26 全部营业支出同比增长 415%至 169.8 亿美元，低于收入 1,300%的增幅。算力及基础设施费用率由 200.7%降至 54.9%，下降 145.8 个百分点；人员和其他经营行政费用率分别下降 26.9 及 15.8 个百分点，销售营销及合作费用率上升 9.1 个百分点；综合各项费用率变动，经营利润率改善 179.3 个百分点。

与算力和人员费用率下降不同，渠道支出随业务规模扩大而增加，抵消了部分费用率下降带来的改善。1H26 销售营销及合作费用增加 30.5 亿美元，其中渠道伙伴费用增加约 27 亿美元、占增量 88.6%，广告营销增加 2.7 亿美元以支持产品发布。其他投入方面，同期算力费用增加 66.1 亿美元，主要因为此前合同约定的算力陆续交付；其他费用增长则集中于数据质量及性能评估、软件、支付处理和专业服务。从全部营业支出的构成看，销售营销及合作费用占比由 3.6%升至 18.7%，已与人员费用的 18.6%接近；算力占比则由 70.8%降至 52.7%。这意味着，公司费用结构正从高度集中于算力，逐步转向算力、人才和渠道共同投入。

图 12：Anthropic: 按费用占收入比计，算力费用率下降是 1H26 经营杠杆改善的主要原因



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

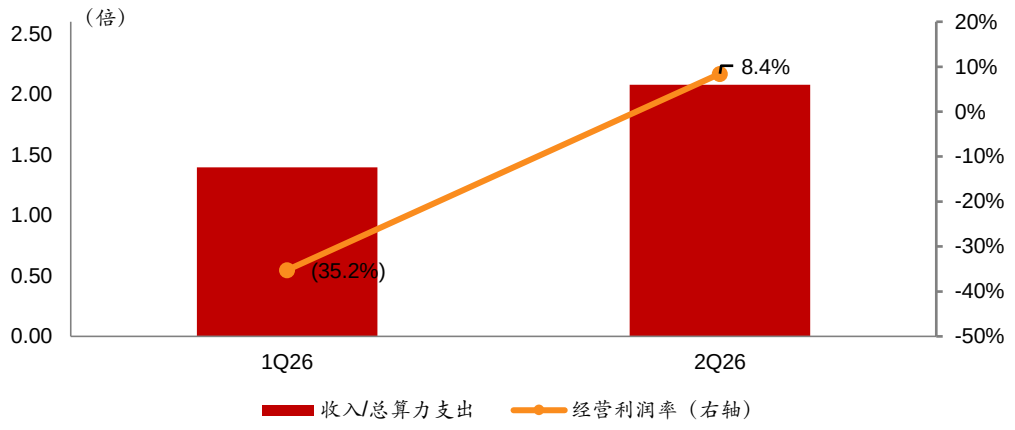
■ 2Q26 收入增量覆盖新增投入，经营利润转正

从季度表现看，2Q26 收入增长快于全部营业支出，推动经营利润转正。收入环比增长 144.2%至 115.6 亿美元，营业支出增长 65.4%至 105.8 亿美元；经营利润由 1Q26 的亏损 16.7 亿美元转为盈利 9.7 亿美元，OPM 由-35.2%升至 8.4%。从增量贡献看，新增 68.2 亿美元收入中，新增算力、销售营销及合作、人员和其他费用分别消耗 21.7 亿、11.0 亿、5.6 亿及 3.5 亿美元，余下 26.4 亿美元转化为经营利润增量，即新增收入中有 38.7%转化为经营利润增量。

具体来看，算力与人员成本的摊薄带来季度 OPM 改善。算力费用率由 1Q26 的 71.6%降至 2Q26 的 48.1%，人员费用率由 27.4%降至 16.1%，两项合计贡献 34.8 个百分点的利润率改善。同期每 1 美元总算力费用对应收入由 1.4 美元升至 2.1 美元，提高 48.8%。也就是说，当季新增收入能够较充分覆盖新增算力容量及团队投入，是公司实现经营盈利的直接原因。

若采用经调整口径，新增收入的利润转化率连续两季维持在四成左右。1Q26 及 2Q26 环比新增收入分别为 26.9 亿及 68.2 亿美元，经调整经营利润分别改善 11.0 亿及 28.5 亿美元，即新增收入分别有 41.0%及 41.8%转化为经调整经营利润增量。同期经调整 OPM 由 4Q25 的-84.4%，升至 1Q26 的-13.0%及 2Q26 的 19.3%。即使新增算力持续交付，人员及渠道支出同步增加，公司仍将约四成新增收入转化为经调整经营利润增量，为季度盈利转正提供了支撑。

图 13：Anthropic: 算力收入产出与季度经营利润率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

1H26 加回 21.9 亿美元股权激励及 1.3 亿美元非现金捐赠后，经调整经营利润为 16.2 亿美元、利润率 9.9%；2Q26 经调整经营利润达到 22.4 亿美元、利润率 19.3%，较 1Q26 的-6.2 亿美元及-13.0%改善。不过，从净利润口径看，1H26 可转债、衍生负债及 SAFE 公允价值损失 723.9 亿美元，其他金融工具初始确认及公允价值变动损失 87.2 亿美元，合计 811.1 亿美元，使 GAAP 净亏损达到 807.5 亿美元。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

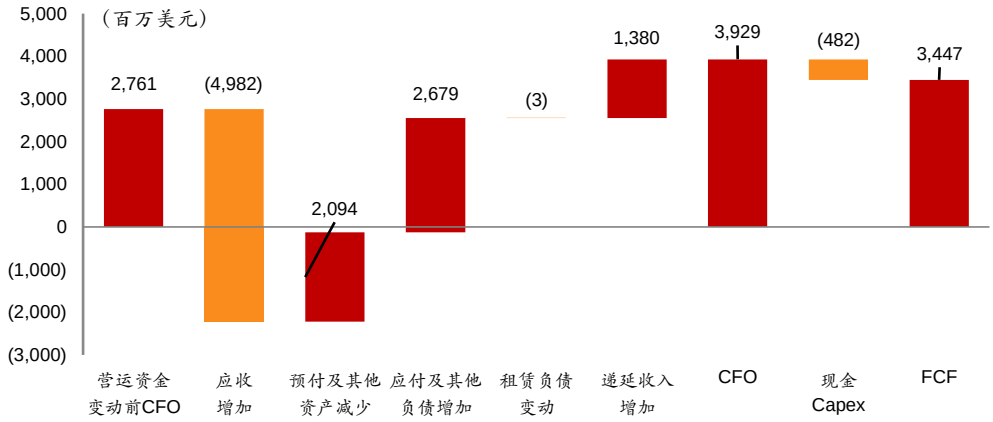
■ 经营改善推动现金流转正

1H26 经营现金流净流入 39.3 亿美元、占收入 24.1%；扣除 4.8 亿美元固定资产购置现金支出后，测算自由现金流为 34.5 亿美元、占收入 21.2%。从构成看，当期经营现金流可拆分为 27.6 亿美元经营资产负债变动前现金流，以及 11.7 亿美元资产负债变动释放的现金，后者占 29.7%。收入扩张改善了公司现金创造能力，在此基础上，回款、供应商结算及此前已预付服务的使用，进一步改善了当期现金流表现。

进一步拆解，现金流好于经营利润，主要与非现金股权激励费用的加回，以及资金储备带来的利息收入有关。从经营利润出发，1H26 经营亏损 6.9 亿美元，加回 21.9 亿美元股权激励、1.3 亿美元非现金捐赠，计入 11.1 亿美元利息收入及 0.3 亿美元其他净调整后，形成 27.6 亿美元经营资产负债变动前现金流。利息收入相当于该口径的 40.2%，主要来自融资后平均现金余额上升及短期投资增加。因此，收入扩张提高了对经营投入的覆盖程度，而股权激励加回和资金储备收益则进一步支持了现金流表现。

在营运资金方面，应收账款增加占用现金，但其他营运资金项目的变动带来了更大的现金流改善。1H26 应收账款增加占用 49.8 亿美元。与之相对，预付及其他资产减少释放 20.9 亿美元，应付及其他负债增加释放 26.8 亿美元，递延收入增加释放 13.8 亿美元，租赁负债变动消耗 0.03 亿美元，合计净释放 11.7 亿美元。若剔除上述资产负债变动的影响，经营现金流相当于收入 17.0%；进一步扣除固定资产现金支出后，剩余 22.8 亿美元、相当于收入 14.0%。

图 14：Anthropic：1H26 经营现金流至自由现金流



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

从同比变化看，现金流改善主要来自经营亏损收窄、非现金激励加回及利息收入增加。1H26 经营现金流较上年同期改善 54.4 亿美元，其中经营资产负债变动前现金流改善 44.9 亿美元、贡献 82.5%，资产负债变动的现金贡献增加 9.5 亿美元、贡献 17.5%。具体而言，前者包括经营亏损收窄 14.4 亿美元、现金流表股权激励加回增加 19.1 亿美元、利息收入增加 10.0 亿美元，以及其他净影响 1.5 亿美元。其中，经营亏损收窄与利息收入增加合计贡献 24.4 亿美元，占全部同比现金流改善的 44.8%。现金流改善既来自主营业务经营改善，也受到融资后现金资产收益的支持。

从收付款时间看，使用此前已预付的算力无需在当期再次付款，部分供应商款项尚未支付，也减少了当期现金流出。公司流动及非流动预付款合计由 2024 年末 44.4 亿美元降至 2025

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

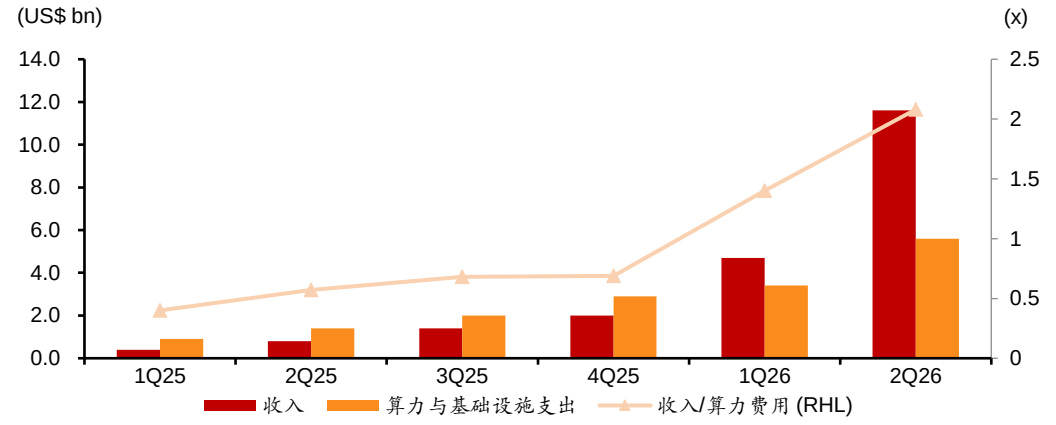
年末 26.4 亿美元，2026 年 6 月底进一步降至 4.8 亿美元，即上半年余额下降 81.8%。现金流表中预付及其他资产变动释放 20.9 亿美元，相当于当期经营现金流的 53.3%。同期云厂商应付款由 9.5 亿增至 28.1 亿美元，递延收入由 2.7 亿增至 16.5 亿美元，进一步支持资金周转。但在客户回款方面，净应收账款由 9.1 亿增至 58.3 亿美元，其中经云平台销售形成的应收占 58%。

算力：优化算力效率，扩展算力规模

1Q25-2Q26 期间公司整体算力效率（单位算力支撑的收入水平）显著提升，当期公司总收入提升约 29.7 倍，而同期总算力与基建费用仅增长 4.9 倍，算力乘数（总收入/算力费用）由 1Q25 的 0.40x 提升至 2Q26 的 2.08x。公司整体算力效率的提升得益于：1）分子端——模型智能水平提升、应用场景加速落地，推动公司收入的强劲增长；2）分母端——训练以及推理效率的优化，支撑公司单位智能的算力成本持续下降。

我们首先关注分母端，公司多维度优化算力成本：**1）优化训练效率：**公司加强模型的自我迭代与优化，让 Claude 参与到每代模型的研发与工程工作，加速模型研发速度，并享受模型训练效率提升带来的“复利”效应；**2）优化推理效率：**公司通过持续的研究与工程迭代，降低单位智能所需的推理算力，对比 Opus 5，Opus 5.5 将客户每任务成本下降约 40%；**3）多芯片计算架构：**公司基于自研的算力编排架构，可以在四种不同的芯片上进行模型的训练与推理（AWS Trainium、Google TPUs、NVIDIA GPUs、AMD GPUs），从而能够更好的扩大算力规模、降低对单个芯片厂商的依赖、并且能够持续实时的将计算任务路由到最合适的芯片上进行计算，从而实现成本和效率的有效优化。

图 15：Anthropic：算力乘数（收入/算力费用）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预计

基于其异构计算架构以及与头部算力厂商的合作，Anthropic 是全球具备最充足算力储备的模型厂商之一。公司目前已达成的算力承诺合约已超过 6500 亿美元，覆盖 Trainium、TPUs、英伟达和 AMD GPUs，大部分合约将在未来 5-10 年内完成算力的交付，大致测算年均算力支出规模或将超过 1100 亿美元。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图 16：Anthropic：主要算力采购及租赁安排

算力提供方	算力服务金额(亿美元)	合同承诺期	合同承诺时间(年)	年均支出(亿美元)	算力服务条款
SpaceXAI	1205	2026-2029	3	402	约定合计支出至多约 1205 亿美元；全部容量交付后（预计 26 年 12 月）约每月 31 亿美元，产能爬坡期费率不同；初始不可撤销期分别至 27 年 1 月、27 年 3 月，此后任一方提前 90 天书面通知可终止
博通	1612	2026 年自设备投入运营起算 5 年	5	322	五份主设备租赁（按融资租赁核算），获取 TPU 算力，部分 2026 年已上线、其余预计 2027 年起；租金合计约 1612 亿美元（不含利息），按季支付；除违约外双方在租期内不可撤销；已向博通存入受限现金并可能追加，由 Anthropic PBC 担保、以租赁设备抵押，含交叉违约等惯常违约事件
谷歌	1145	2026/4-2033/7	7.3	158	承诺期内支出至少约 1145 亿美元，不论实际使用量,实际支出不足须向谷歌支付差额
亚马逊	1100	2026/5-2036/4	10	110	承诺期内合计支出至少 1100 亿美元，不论实际使用量,实际支出不足须向亚马逊支付差额
微软	449	2026/11-2033/5	6.5	69	承诺期内合计支出至少 449 亿美元，不论实际使用量
Nscale	446	2026-2033	7	64	约定合计支出至多约 446 亿美元；仅在容量交付并被接受时计费；Nscale 须尽力在约定期内为 NVIDIA GPU 及数据中心设施取得合格融资
Lambda	413	2026-2034	8	52	约定合计支出约 413 亿美元；仅在容量交付并被接受时计费；其中最大一份协议约占 349 亿美元，若 Lambda 未及时取得设施租约任一方可终止
AMD	预计>200	2027 年起至全部容量交付后满 12 个月	NA	NA	硬件供应协议；2027 自然年通过采购 AMD Helios 机架式系统或经第三方服务商获取首批算力，以部署方案相关条件达成为前提；未设固定美元承诺，若足额采购首批容量预计协议期内支出超 200 亿美元（未计入合同承诺表）；另可采购至多约相当于首批承诺的增量容量；
合计	**6570**			**1177**	

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预计
注：年均支出按照合同总金额/合同时间大致匡算

按照上述测算的年化算力支出规模的 70%（824 亿美元=1177 亿美元*70%，首年交付年支出均值约 70%）以及 2Q26 的算力乘数（2.08x）作为公司 2027E 的基准情景，我们测算 2027 年公司总收入规模对应 1714 亿美元（算力支出*算力乘数），而乐观/悲观情景下公司总收入规模对应 2338/1152 亿美元。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图 17：Anthropic：2027E 总收入敏感性测算（算力支出费用*算力乘数）

2027E总收入（亿美元）		2027E算力乘数（x）						
		1.96	2.00	2.04	2.08	2.12	2.16	2.21
2027E算力费用（亿美元）	589	1,152	1,176	1,200	1,224	1,249	1,274	1,299
	706	1,383	1,411	1,440	1,469	1,498	1,528	1,559
	824	1,613	1,646	1,679	1,714	1,748	1,783	1,819
	942	1,843	1,881	1,919	1,959	1,998	2,038	2,078
	1059	2,074	2,116	2,159	2,203	2,247	2,292	2,338

资料来源：公司资料、招银国际环球市场估算

针对市场较为关注的算力融资问题（包括循环融资），我们认为当前影响较为有限。Anthropic 与博通的 1612 亿美元基础设施设备租赁合约中，允许 Anthropic 通过向博通发行票据（不超过 420 亿美元）以支付季度的租赁费用。我们认为：1）票据金额有限（约占租赁合约总额 25%），对 Anthropic 股权架构稀释亦较为有限；2）强劲的 AI 需求是支撑公司和行业基本面与流动性的关键，在需求持续增长的环境下，公司融资方式并未带来直接风险。

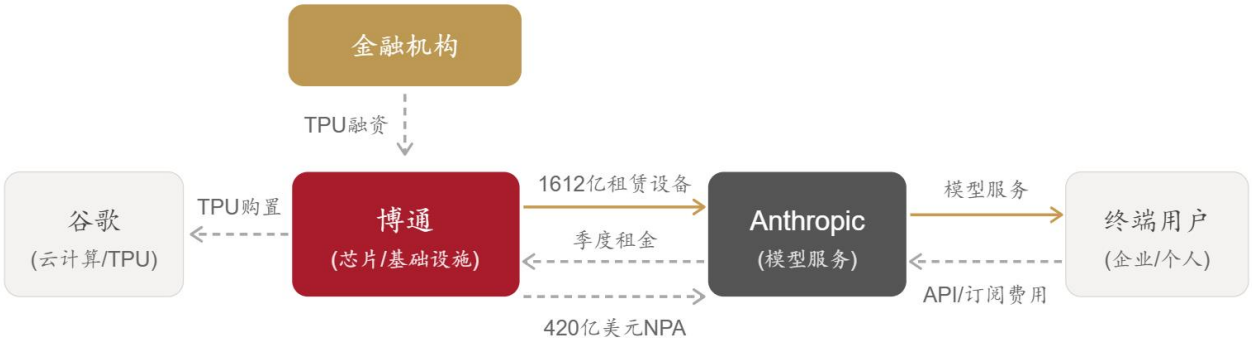
图 18：Anthropic：未提用票据融资安排（截至 2026 年 6 月 30 日）

票据购买协议				
交易对手	协议名称	可发行本金 (亿美元)	潜在稀释比例（%）	IPO 后转换条款
谷歌	Google 2026 NPA	200.0	1.0%	在 IPO 后提款时，谷歌可选择收取：(i) 双方另行商定的可转换票据，或 (ii) 按 A 类普通股 30 日成交均价定价的 Class N 普通股
亚马逊	Amazon 2026 NPA	150.0	0.8%	每笔提款以 Class N 普通股结算，价格等于相关算力容量里程碑达成日 A 类普通股 30 日成交均价（VWAP），并受持股上限约束
博通	Infrastructure Partner 2026 NPA	420.0	2.3%	持有人可选择将任意未偿票据转换为 Class N 普通股，转换价等于 A 类普通股 30 日成交均价的 90%
合计		**770.0**	**3.9%**	

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预计

注：NPA – note purchase agreement, 票据购买协议；潜在稀释比例按照 Anthropic IPO 以 2 万亿美元估值增发 5%股份进行测算

图 19： Anthropic：博通算力/融资合作



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

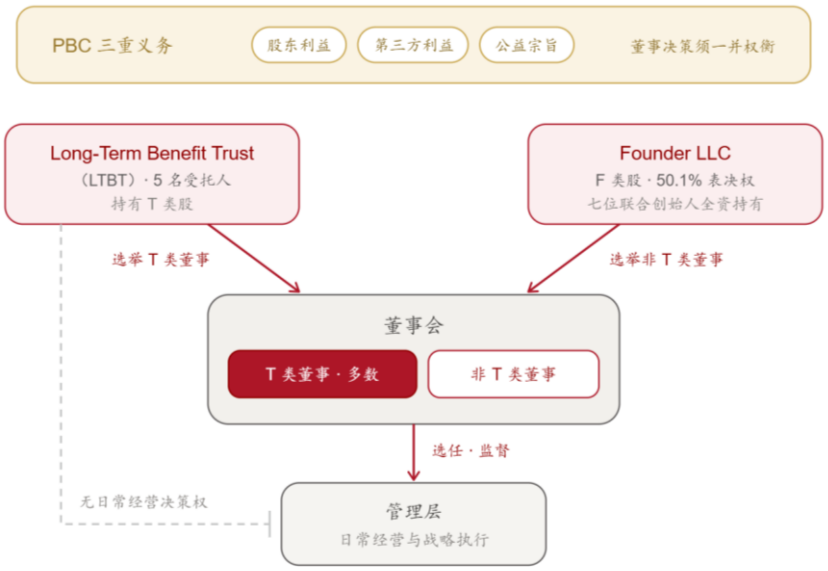
公司治理与股权架构

Anthropic 以公众利益公司的形式运营，负有义务平衡三类利益：股东的经济利益、受公司行为实质影响者的利益，以及公司章程载明的特定公益目的（为人类长期利益发展与维护 AI）。为平衡好三类利益，公司设置了较为复杂的公司治理架构，包括 Long-Term Benefit Trust 和 Founder LLC，两者互相制约分工：

1）Long-Term Benefit Trust（LTBT）：2023 年设立该信托，由五名独立受托人组成，独立运作，专业背景覆盖 AI 安全、国家安全、公共政策与社会事业；LTBT 通过持有 T 类普通股，有权选举并罢免 T 类董事，主要关注安全和社会公益事项 ，不参与日常经营；**2）Founder LLC**：IPO 完成前，公司会向七位联合创始人全资持有的 Founder LLC 发行 1 股 F 类普通股；该股对提交股东表决的一般事项享有全部已发行股本 50.1% 表决权的票数。

股权架构方面：1）A 类股，与常规上市公司普通股类似，每股股份享有投票权、分红权等；2）N 类股，没有投票权，其他经济权益与 A 类普通股类似，公司主要向算力合作方发行 N 类股；3）T 类股，仅 Long-Term Benefit Trust（LTBT）持有 1 股，主要负责选举 T 类董事并对 F 类股权利的特定修订表决，不参与日常经营；4）F 类股，仅 Founder LLC 持有 1 股，拥有 50.1%投票权，主要负责选举非 T 类董事，并就 LTBT 条款或 T 类股权利的特定修订表决，负责日常经营；5）E 类股，主要向员工发行，仅当公司治理委员会未同意 LTBT 的董事提名时，指定 T 类董事的提名。

图 20：Anthropic：公司主要治理机制



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图 21：Anthropic：公司主要治理机制

治理机制	核心内容
公众利益公司（PBC）	依据特拉华州法律注册为 PBC；公司章程须载明公司将促进的公益目的，董事在管理公司事务时，负有法定义务平衡三类利益：股东的经济利益、受公司行为实质影响者的最佳利益，以及章程载明的特定公益目的
Long-Term Benefit Trust（LTBT）	2023 年设立，由五名财务上无利害关系的受托人组成，独立运作，其专业背景覆盖 AI 安全、国家安全、公共政策与社会事业；LTBT 通过持有 T 类普通股，通常有权选举并罢免 T 类董事，而 T 类董事合计构成董事会多数；T 类普通股为承载 LTBT 的董事选举权而设的特别类别普通股，由 LTBT 作为唯一持有人；除法律另有要求外，对提交股东表决的其他事项不享有表决权
创始人表决结构	发行完成前，向七位联合创始人（Dario Amodei、Daniela Amodei、Tom Brown、Jack Clark、Jared Kaplan、Sam McCandlish、Christopher Olah）全资持有的 Founder LLC 发行一股 F 类普通股；该股对提交股东表决的一般事项享有相当于全部已发行股本 **50.1%** 表决权的票数，包括选举 T 类以外的董事
股东协议与董事会构成	发行完成前，公司与 LTBT、Founder LLC 签署股东协议，约定一致表决，并按治理文件采取行动，以落实董事提名、指定与撤换安排；LTBT 与 Founder LLC 合计可选举全部董事；董事人数不设上限
权力边界	LTBT 虽能通过选举董事会多数成员对公司董事会形成重大影响，但 LTBT 与受托人对公司日常管理与战略决策不享有决策权，其职责是选任能平衡上述三类利益的董事，并通过建议与指引支持管理层决策

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图 22：Anthropic：主要股票类别

权利类别	A 类普通股	N 类普通股	T 类普通股	F 类普通股	E 类普通股
每股投票权	1	0	1	占发行后表决权的 50.1%	1
有权表决的事项	所有提交股东表决的事项；选举非 T 类董事；对 LTBT 条款或 T 类普通股权利的特定修订；赎回 T 类普通股	除法律要求外无权表决；法律要求表决时，N 类普通股每股一票	选举占董事会多数的 T 类董事；赎回 E 类普通股；对 F 类普通股权利的特定修订	所有提交股东表决的事项；选举非 T 类董事；对 LTBT 条款或 T 类普通股权利的特定修订；赎回 T 类普通股；赎回 E 类普通股	指定 T 类董事的提名、变更或撤换（仅当本公司 NGC 未就 LTBT 的该等提名、变更或撤换作出同意时）；对 LTBT 条款或 T 类普通股权利的部分修订；赎回 T 类普通股
转换权	无	在出售或转让给非关联第三方时转换为 A 类普通股	无	无	无
可转让性	一般可转让	一般可转让；按上述转换约定，转让时转换为 A 类普通股	仅经构成“信托修订门槛”（定义见下）的人士批准方可转让	不可转让；例外情形为经董事会多数批准的 Founder LLC 重组或迁册，且不导致 Founder LLC 成员变更	不可转让
分红权	有权按比例参与分红及分配	有权按比例参与分红及分配	无	无	无
清算分配权	有权按比例参与清算分配	有权按比例参与清算分配	有权按每股面值获得	有权按每股面值获得	有权按每股面值获得
公司赎回权	否	否	可在特定事件发生时以无对价赎回	可在特定事件发生时以无对价赎回	可在特定事件发生时以无对价赎回

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图 23：Anthropic：主要股东（截至 2026 年 9 月 30 日）

受益所有人	A 类股(股)	F 类股(股)	T 类股(股)	投票权
董事及高管				
Dario Amodei	245,259,100	0	0	待披露
Daniela Amodei	241,408,940	0	0	待披露
Krishna Rao	9,497,900	0	0	待披露
Reed Hastings	9,410	0	0	待披露
Christopher Liddell	9,410	0	0	待披露
Vas Narasimhan	176,050	0	0	待披露
Yasmin Razavi	0	0	0	待披露
全体高管及董事合计（7 人）	496,360,810	0	0	待披露
持股 5% 以上股东				
Long-Term Benefit Trust	0	0	1	待披露
Founder LLC	0	1	0	50.1%
其他出售股东				
Tom Brown	244,173,040	0	0	待披露
Jack Clark	242,271,940	0	0	待披露
Jared Kaplan	242,351,470	0	0	待披露
Sam McCandlish	231,809,780	0	0	待披露
Christopher Olah	242,882,420	0	0	待披露

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 24：Anthropic：解禁安排

适用对象	禁售到期时点	分阶段解禁时间表
非创始人董事、高管，及部分现任/前任员工与顾问	取较早者：1）1Q27 财报后第 2 个完整交易日；2）招股书日后第 180 天收盘	1）上市首个交易日开盘起：最多 10% 2）FY26 年报发布后第 2 个完整交易日起：再 35%
持股>0.5%的特定股东	取较早者：1）3Q27 财报后第 2 个完整交易日；2）招股书日后第 365 天收盘	1）招股书日后第 27、48 天各 1.8% 2）招股书日后第 62、76 天各 2.1% 3）FY26 年报后：3.75% 4）FY26 年报后第 13、27、41、55、69 天各 2.85% 5）取较早（1Q27 财报后第 2 交易日，或招股书日后第 180 天）：4.2% 6）1Q27 财报后第 34、48、62、76 天各 5.6% 7）2Q27 财报后：7.0% 8）2Q27 财报后第 27、41、55、69、83 天各 6.3%
创始人	取较早者：1）3Q27 财报后第 2 个完整交易日；2）招股书日后第 365 天收盘	1Q27 财报后第 2 交易日，或招股书日后第 180 天，一次性最多出售 29%；本次发行中售出的 A 类股不受限
公司	取较早者：1）1Q27 财报后第 2 个完整交易日；2）招股书日后第 180 天收盘	不得发行或出售、不得质押、不得登记

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

人在草木间

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

主要风险

算力投入先于收入兑现，需求低于预期将加大盈利及现金流压力。公司提前数月乃至数年锁定算力，部分合同要求按最低采购量付款，实际用量下降时支出难以同步收缩。其中，2026 年设备租赁安排的五年租金合计约 1,252 亿美元，不含利息。收入快速增长能够摊薄既有算力成本，而一旦客户用量增长低于采购时的预期，闲置容量及固定付款义务将压低投入回报。随着公司扩大专属数据中心部署，设备、能源及建设进度也会影响算力交付；部分环节完成后即需付款，可能使现金支出早于算力投入使用及相关收入产生，增加资金周转和融资需求。

模型能力优势若收窄，公司可能面临收入增长放缓与追加投入的双重压力。 Anthropic 将前沿研究作为主要投入方向，研发回报依赖新模型持续吸引客户采用并扩大调用。若模型迭代未达到预期，或竞争对手通过开放模型、蒸馏及低价策略缩小差距，公司获取客户及维持价格的难度将上升。同时，随着客户更加重视应用体验、渠道覆盖和与现有系统的整合，公司还需要增加产品及销售投入。技术优势减弱因此既会影响收入，也可能提高维持客户增长所需的费用，拖慢盈利改善。

大客户支出调整空间较大，中长期收入能见度仍受实际调用影响。 2026 年前九个月，前五大客户贡献约 25%的收入，其中许多主要客户未签订长期合同，或合同临近到期，部分协议允许灵活调整支出。客户扩大部署能够较快拉动收入，预算收紧、调用减少或转向较低价格模型，也会直接影响收入兑现。假期期间开发活动减少，则进一步增加季度收入及期末 Run-Rate 的波动。此外，公司加强违规使用管控后，相关客户访问受到限制或终止，也将减少这部分收入贡献。

云渠道扩大客户覆盖，也使公司在销售、回款及算力供给上更依赖少数合作伙伴。1H26 云渠道贡献 48%的收入，截至 6 月底，相关应收占净应收账款的 58%。Amazon、Google 及 Microsoft 既提供算力和分销支持，也拥有与 Claude 竞争的模型产品。若其优先分配算力给自身业务，或调整平台销售资源，公司可能同时面临供给受限及获客难度上升。由于云平台还承担开票和收款，合作安排变化也会影响资金回笼；转移至其他供应商则需要重新进行工程适配，增加迁移成本及时间。

安全及监管要求会影响模型推出和客户采购节奏，延长研发投入转化为收入的时间。 公司曾为加强模型权重防泄漏等安全措施，将新一代基座模型预训练推迟逾一个月，并限制部分前沿模型的初期开放范围。新模型能力提升带来商业机会，也增加了安全验证和使用管控要求；若研发或发布因此延后，相关投入的收入贡献亦会推迟。美国政府采购相关争议还可能影响向政府供货的商业客户，带来采购延迟及额外尽调。模型误用或有害行为则可能进一步增加赔偿支出，并影响客户采用。

版权争议增加利润和现金流的不确定性，也可能推高模型训练及交付成本。公司已就 Bartz 版权集体诉讼达成 15 亿美元和解，音乐出版商及 Reddit 等案件仍在进行。后续风险主要涉及赔偿、数据授权及模型调整三类支出：除诉讼赔偿外，新增授权要求可能提高数据成本，模型修改或重新训练也会消耗额外算力和人员投入。部分客户及渠道合同对第三方侵权提供无上限赔偿，使公司承担的潜在责任随客户使用范围扩大而增加。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 **电话: (852) 3900 0888** **传真: (852) 3900 0800**

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（“FINRA”）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster