仅供内部参考，请勿外传！

万联证券 WANLIAN SECURITIES

从 Anthropic 招股书看 AI 大模型商业化进程及算力需求

——计算机行业跟踪报告

同步大市(维持)

2026 年 10 月 29 日

事件：

10 月 26 日，Anthropic 向美国证券交易委员会（SEC）提交首次公开募股（IPO）招股说明书，计划以“ANT”为股票代码在纳斯达克上市。

投资要点：

季度实现扭亏为盈，产品持续迭代与降价有望驱动收入维持高增长。Anthropic2023—2025 年营收由 0.41 亿美元增至 45.85 亿美元，2026H1 进一步达到 162.86 亿美元，约为 2025 年同期的 14 倍；25 年 11 月 Opus 4.5 提质降价后，26Q1—Q2 收入环比增速重新提升，26Q3 增速有所放缓，随着 26 年 9 月 Opus 5.5 进一步提质降价，后续收入增长有望得到支撑。经营端，2026Q2 首次实现单季度盈利，营业利润达到 9.74 亿美元，2026H1 经营活动现金流由净流出 15.13 亿美元转为净流入 39.29 亿美元；账面净亏损扩大主要受可转债、衍生品及 SAFE 公允价值变动等非现金损失影响。收入结构上，按量计价收入长期占比超过四分之三，2026H1 约占 80%，客户 Token 使用量、API 价格及市场竞争将直接影响收入表现。

客户规模扩张与算力投入产出效率提升形成协同，商业化规模效应持续增强。2026Q2 每投入 1 美元算力所产生的收入由 2025Q1 的 0.40 美元提升至 2.08 美元；截至 2026 年 9 月 30 日，人均 TTM 收入超过 660 万美元，显著高于上年同期的 140 万美元，且超过 90%的代码库贡献由 Claude 完成，反映算力投入产出效率和组织运营效率同步改善。客户端同样保持强劲扩容，截至 2026 年 9 月 30 日，过去 12 个月收入贡献超过 10 万美元的客户已超过 11,900 家，较一年前的 950 多家实现数量级增长；净收入留存率约为 900%，表明收入增长由新客户拓展和存量客户扩容共同驱动。我们认为，企业客户快速扩张与存量客户使用深度提升共同推动收入增长，叠加算力投入产出效率及运营效率改善，公司规模效应逐步显现。

Claude 从模型调用走向企业级“虚拟合作者”。Anthropic 持续拓展 Claude 产品矩阵，推动 AI 由辅助工具向企业级“虚拟合作者”演进。Claude Code 将 AI 编程能力延伸至任务规划、代码编写、测试及调试等完整开发流程，Claude Cowork 进一步将自主执行能力拓展至办公及专业工作场景。2026 年 9 月，公司开始整合 Claude Cowork 与 Claude.ai，提升产品使用的连续性和便捷性。截至 2026Q3，年收入贡献超 10 万美元的客户中，超过 50%同时使用 Claude 平台及自有应用，较 2025Q4 的约 30%明显提升。我们认为，模型、平台与应用协同发展有望推动 Agent 应用加速渗透，带动企业客户使用深度及 Token 消耗持续增长，为推理算力及高速光互连需求提供增量支撑。

Anthropic 加码长期算力布局，多芯片架构与算力采购模式升级有望拉动光通信需求。Anthropic 已签订的算力服务及设备租赁协议金额合计约 6,370 亿美元，叠加额外 TPU 及 AMD GPU 潜在采购，长期算力投入

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

政策推动 AI 向产业基础研发与产品智能化延伸

大模型加速融入专业场景，智能体生态持续拓展

全面实施“人工智能+”行动，人工智能普及率超 50%

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：(0755) 8322 3620
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn
研究助理： 梁源源
电话：13242092258
邮箱：liangyy@wlzq.com.cn
研究助理： 张文博
电话：17782990700
邮箱：zhangwb@wlzq.com.cn

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

仅供内部参考，请勿外传！

规划规模达到 8,020 亿—8,270 亿美元。公司采用 Google TPU、NVIDIA GPU、AWS Trainium 及 AMD GPU 多芯片架构，同时推出 Anthropic Direct 模式，由传统云算力采购向直接租赁芯片、参与专用数据中心建设的混合模式转型。我们认为，头部模型厂商大规模算力投入进一步强化 AI 基础设施建设的需求支撑，多芯片架构有望降低单一供应链依赖，推动 GPU 与 ASIC 生态共同发展；算力采购模式转型则有望促进投资主体及硬件采购渠道多元化。

投资建议：1）AI 产业：海内外大模型厂商的产品加速迭代，市场竞争加剧，建议关注更具性价比、渠道生态更优、商业化进程提速的大模型厂商。**2）算力产业：**Anthropic 作为头部大模型厂商加大长期算力投入，签署超 6,000 亿美元算力合同，且有超 2500 亿美元的刚性成本支出。建议关注算力合同的履行进度以及受益于应用端算力需求增长的云厂商、AI 数据中心及算力租赁企业。**3）光模块、光器件环节：**随着头部模型厂商加大长期算力投入、深度参与基础设施建设，AI 硬件采购主体及算力生态有望进一步多元化，叠加 GPU 与 ASIC 并行发展及集群网络带宽升级，有望持续拉动高速光模块、光芯片及精密光器件需求增长。

风险因素：模型及产品迭代不及预期，商业化进程不及预期，监管及数据合规风险，AI 算力资本开支及投资回报不及预期，市场竞争加剧。

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

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1 产品迭代降价催化收入增长，三年营收增长超百倍.....4
1.1 季度扭亏为盈，现金流实现转正.....4
1.2 同期单位算力投入产出收入增加，盈利能力有所提升.....6
1.3 客户数量与大客户贡献同步提升.....6
2 产品矩阵持续扩张，Claude 迈向企业级“虚拟合作者”.....7
2.1 Claude Code 推动 AI 从辅助工具走向虚拟合作者.....7
2.2 产品矩阵从编程向办公与专业工作流扩展.....7
2.3 多产品渗透率提升，平台化趋势明确.....8
3 Anthropic 加码长期算力布局.....8
3.1 Anthropic 长期算力合同规模达 6000 多亿美元.....8
3.2 Anthropic 推出 Anthropic Direct 算力采购模式.....9
4 风险提示.....9

图表 1: Anthropic 季度营收及环比（单位：百万美元，%）.....4
图表 2: 净亏损与调整后净利润/亏损情况（单位：百万美元）.....5
图表 3: 剔除项目（单位：百万美元）.....5
图表 4: Anthropic 分类型收入情况（单位：百万美元）.....5
图表 5: Anthropic 分类型收入结构情况.....5
图表 6: 销售、市场营销及合作渠道费用大幅攀升.....6
图表 7: 单位算力收入提升明显.....6
图表 8: 运营效率推动利润率提升.....6
图表 9: 过去 12 个月各收入贡献客户数（截至 2026 年 9 月 30 日）.....7
图表 10: 围绕“虚拟合作者”方向，公司产品已经拓展至多个专业场景.....8
图表 11: Anthropic 算力合同与潜在采购规模（亿美元）.....9



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

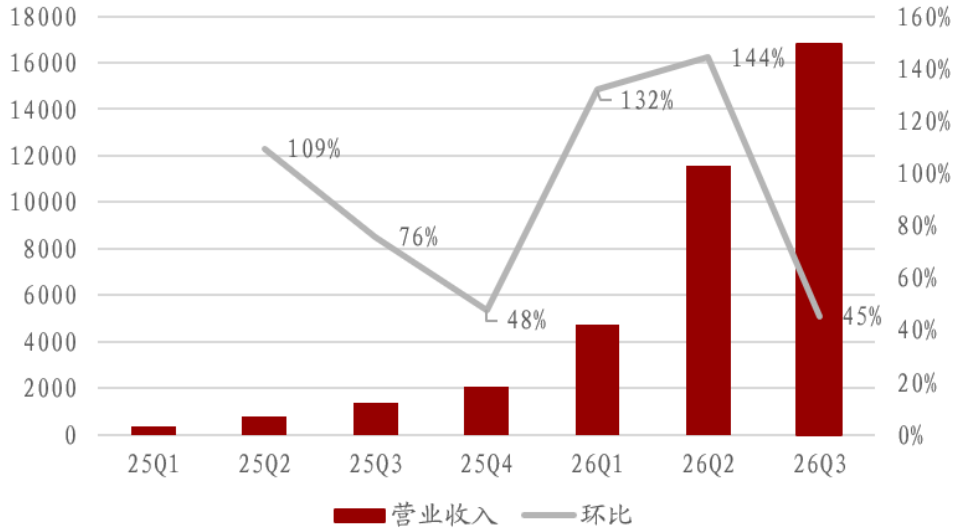
仅供内部参考，请勿外传！

1 产品迭代降价催化收入增长，三年营收增长超百倍

1.1 季度扭亏为盈，现金流实现转正

营收环比维持高速增长态势，产品迭代及降价推动收入高增长。2023年、2024年公司全年营收分别为0.41亿美元和3.86亿美元，2025年进一步达到45.85亿美元，同比增长1,088%。2026年增长势头持续，2026H1实现营收162.86亿美元，约为2025年同期的14倍。从环比收入增速看，25Q2-25Q4单季度收入环比增速持续放缓，26Q1-Q2单季度收入环比增速又跳升至高增速，主要是由于25年11月Opus4.5发布后提质降价，从而带动了未来两个季度的收入规模大幅提升。26Q3单季度收入环比增速放缓，我们认为一方面是由于此前基础较高，另一方面为受到市场竞争加剧的影响。26年9月Opus5.5发布，较4.5进一步提质降价，我们认为有望带动未来季度收入环比增速的提升。

图表1：Anthropic季度营收及环比（单位：百万美元，%）



资料来源：Anthropic招股说明书，新浪财经，万联证券研究所

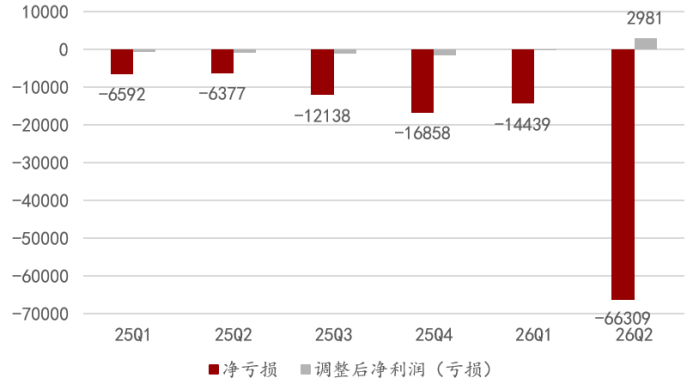
账面净亏损主要受到金融工具公允价值变动影响，非实际经营现金流出。2025年公司净亏损419.65亿美元，2026H1进一步扩大至807.48亿美元，其中可转债、衍生品及SAFE公允价值变动损失为723.88亿美元。随着公司估值不断提高，此前发行的可转换金融工具及相关衍生金融工具的公允价值同步上升，并在会计报表中确认相应损失，而非实际的经营现金流出，待上市后该项利润表的可比性将得到改善。

规模效应逐步显现，盈利能力提升，已实现单季度营业利润为正。随着收入规模扩大，2026H1公司营业亏损收窄至6.93亿美元，明显低于2025H1的21.35亿美元；2026Q2首次实现单季度营业利润为正，为9.74亿美元，剔除股权激励等非现金费用和非持续费用后，公司实现调整后净利润为29.81亿美元。与此同时，经营活动现金流由2025H1净流出15.13亿美元转为2026H1净流入39.29亿美元，经营现金流改善幅度达到54.42亿美元，核心业务的现金创造能力明显增强。

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

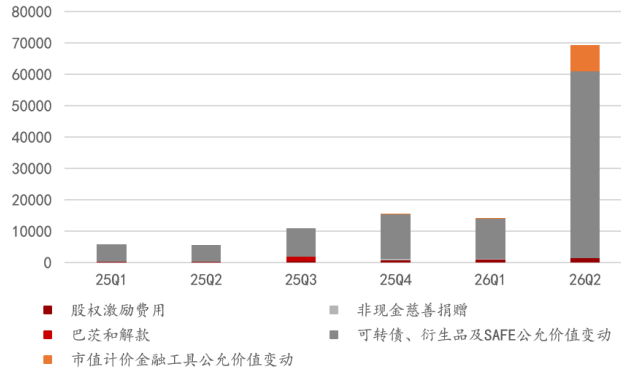
仅供内部参考，请勿外传！

图表2：净亏损与调整后净利润/亏损情况（单位：百万美元）



资料来源：Anthropic招股说明书，万联证券研究所

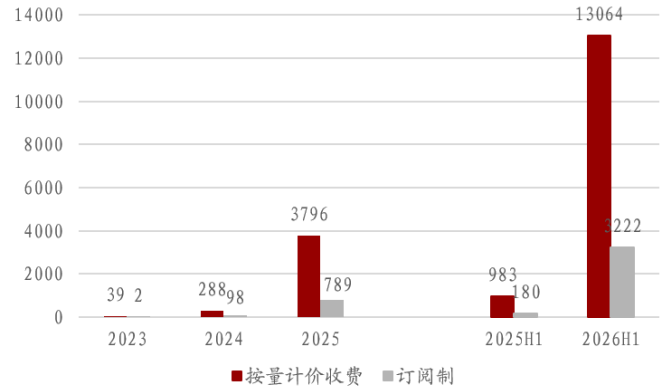
图表3：剔除项目（单位：百万美元）



资料来源：Anthropic招股说明书，万联证券研究所

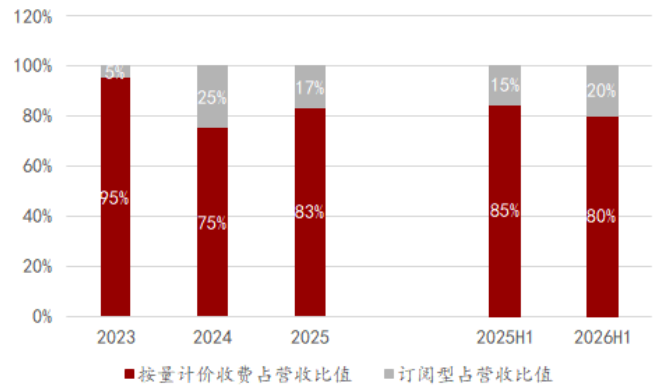
按量计价收入贡献核心营收，26H1占比约80%。从收入类型看，Anthropic的收入构成主要分按量计价收费和订阅收费，其中按量计价收费的收入是核心构成，自2023年起占比连续超四分之三。按量计价的收入受客户的tokens使用量及API价格等因素综合影响，产品调价、市场竞争加剧或客户优化tokens使用量都会对收入规模产生重要影响。

图表4：Anthropic分类型收入情况（单位：百万美元）



资料来源：Anthropic招股说明书，万联证券研究所

图表5：Anthropic分类型收入结构情况



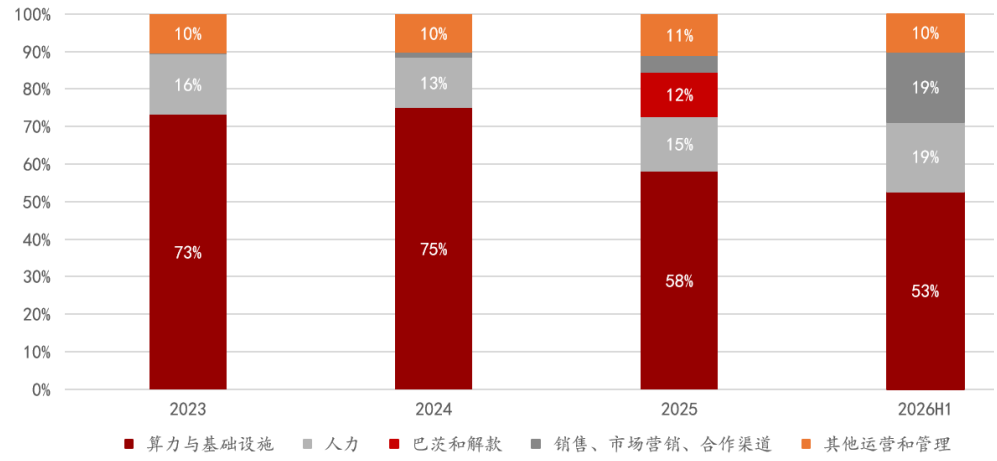
资料来源：Anthropic招股说明书，万联证券研究所

2026H1，公司销售、市场营销及合作渠道费用大幅攀升。该费用在各季度间呈连续增长趋势，其中2026Q1与2026Q2增幅最为显著：2026H1同比增加30亿美元，增幅达2，540%。费用增长主要来自两方面：一是支付给渠道合作伙伴的费用增加27亿美元，反映公司业务规模持续扩大；二是营销及广告费用增加2.73亿美元，主要系支持产品发布的媒体投放支出上升所致。我们认为随着市场竞争加剧，公司为进一步拓展新客户、深化老客户的产品使用，需保持销售、营销及渠道费的持续投入，预计随着收入规模的增长费用收入也有所增加。

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

仅供内部参考，请勿外传！

图表6：销售、市场营销及合作渠道费用大幅攀升

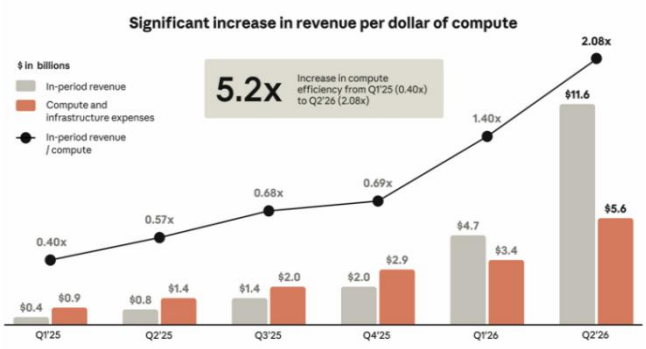


资料来源：Anthropic招股说明书，万联证券研究所

1.2 同期单位算力投入产出收入增加，盈利能力有所提升

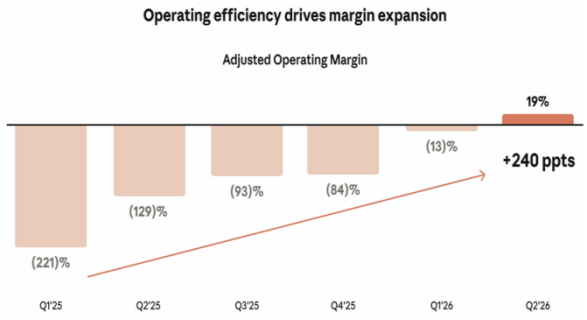
算力投入产出效率和运营效率提升明显，共同推动公司盈利能力增强。2026年Q2公司收入同比增长1,368%，同期算力及基础设施费用仅增长300%，收入增速明显高于相关成本增速，反映单位算力投入的商业化产出效率有所提升。公司每投入1美元算力所产生的收入，已由2025Q1的0.40美元提升至2026Q2的2.08美元，相当于提升至原来的5.2倍；同期运营效率亦明显改善，截至2026年9月30日，公司员工人均过去十二个月收入超过660万美元，显著高于截至2025年9月30日的人均TTM收入140万美元。截至2026年9月，公司超过90%的代码库贡献由Claude完成；在截至2026年9月30日的三个月内，平均每名工程师每日贡献的代码量，是2024年全年平均水平的45倍以上，表明Claude已深度嵌入研发流程，并显著提升员工产出效率。在模型训练、推理及基础设施成本保持可控的背景下，算力投入产出效率和运营效率的持续改善有望进一步推动公司利润率提升。

图表7：单位算力收入提升明显



资料来源：Anthropic招股说明书，万联证券研究所

图表8：运营效率推动利润率提升



资料来源：Anthropic招股说明书，万联证券研究所

1.3 客户数量与大客户贡献同步提升

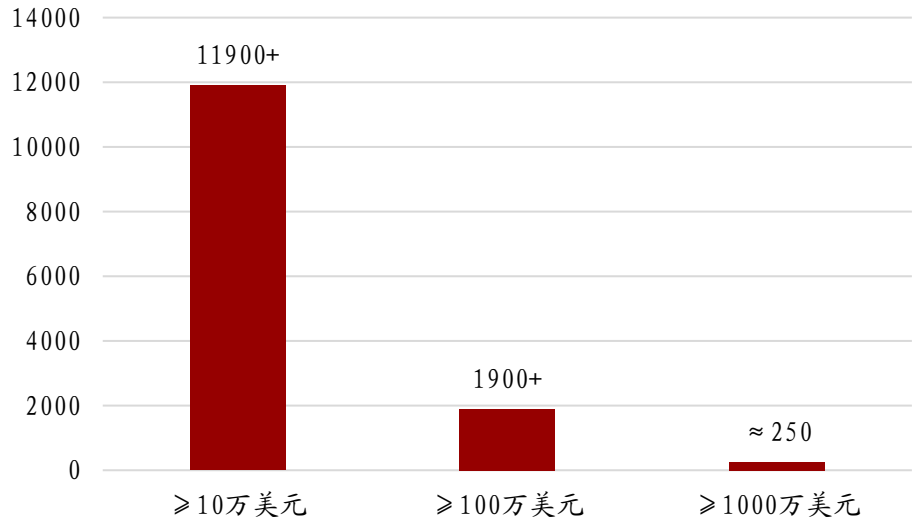
客户数量快速提升，前五大客户26Q3单季度收入贡献创新高。截至2026年9月30日，过去12个月收入贡献超过10万美元的客户已超1000家，较一年前的950多家实现数量级增长；其中，收入贡献超过100万美元的客户超过1,900家，超过1,000万美元的客户约250家。财富世界500强企业中，已有超过一半达到年收入贡献10万美元的门槛。存量客户深度扩容，截至2026年9月30日公司净收入留存率达到约900%，上一年

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

仅供内部参考，请勿外传！

同期已有收入的客户群体，今年同期贡献的收入约为此前的9倍。我们认为，高净收入留存率意味着公司收入增长不仅来自新客户拓展，也来自存量客户使用范围扩大、调用频率提升及产品调用规模增加，公司商业化模式向“新老客户共同扩容”发展。此外，客户结构趋于均衡，对头部客户的收入依赖有所下降。2026Q1前五大客户贡献约36%的收入，至2026Q3降至约21%。在集中度下降的同时，2026Q3前五大客户各自贡献的收入仍创下新高，表明大型客户支出增加与客户群体扩张同步发生。

图表9：过去12个月各收入贡献客户数（截至2026年9月30日）



资料来源：Anthropic招股说明书，万联证券研究所

2 产品矩阵持续扩张，Claude 迈向企业级“虚拟合作者”

2.1 Claude Code 推动 AI 从辅助工具走向虚拟合作者

Anthropic认为，人工智能正在进入能够在专业工作中发挥协作作用的阶段。公司将能够与人类共同完成复杂、多步骤专业任务的AI系统称为“虚拟合作者”。与传统聊天机器人相比，虚拟合作者具备更完整的工作环境权限、系统连接和组织上下文，能够导航和使用企业内部工具，并持续执行需要多轮推理的复杂工作流。Anthropic希望未来的Claude能够像专业同事一样参与实际工作。Claude Code是这一战略方向的代表性产品。2025年2月，Anthropic推出Claude Code研究预览版，将AI的编程能力从代码建议拓展至完整的软件开发流程。用户可以通过自然语言描述需求，由Claude Code自主规划步骤、修改代码、运行测试，并依据执行结果持续调整。

Claude Code的采用推动部分用户支出显著提升。软件开发是AI智能体商业化的重要切入点，原因在于代码可以通过运行和测试进行验证，AI是否完成任务也更容易被量化评估。招股书显示，2026Q3，未使用Claude Code的Claude Enterprise用户平均每月支出不足75美元；而使用Claude Code的用户中，消费最高的5%客户平均支出约为前者的20倍。

2.2 产品矩阵从编程向办公与专业工作流扩展

在Claude Code获得市场验证后，Anthropic开始将类似的工作方式推广到其他职业领域。2026年1月，公司推出Claude Cowork研究预览版，使非程序员用户也可以通过自然语言指令，让AI读取文件、操作应用程序，并完成文档、表格和演示文稿等任务。截至2026年9月底，Cowork推出后同期的采用速度已超过Claude Code在相应发展阶段的表现。2026年9月，Anthropic开始将Cowork与Claude.ai进行整合，使用户能够

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

仅供内部参考，请勿外传！

在同一对话中完成从简单问答到复杂任务执行的连续切换，进一步降低产品使用门槛。

图表10：围绕“虚拟合作者”方向，公司产品已经拓展至多个专业场景

产品	应用场景
Claude Security	面向网络安全团队，帮助发现软件漏洞并提出修复方案
Claude Design	支持通过自然语言生成及修改设计、演示文稿等内容
Claude Tag	将 AI 引入团队协作工具，使用户能够在工作群组中直接向 Claude 分配任务

资料来源：Anthropic招股说明书，万联证券研究所

2.3 多产品渗透率提升，平台化趋势明确

企业使用Claude的方式逐渐多样化。2025Q4，在年收入贡献超过10万美元的客户中，约30%同时使用Claude平台和至少一款Anthropic自有应用；至2026Q3，该比例已超过50%。此外，Anthropic还通过亚马逊AWS、谷歌云和微软Azure等云平台触达更多企业客户，扩大产品覆盖范围，并降低企业部署和采购门槛。直销、自有应用与云渠道共同构成多元化商业化体系。我们认为，这一变化表明，Anthropic自有应用正在成为Claude模型能力的重要商业化载体。模型、平台与应用之间形成协同：模型能力提升带动产品使用，产品使用扩大客户支出，客户反馈又进一步推动模型迭代。

3 Anthropic 加码长期算力布局

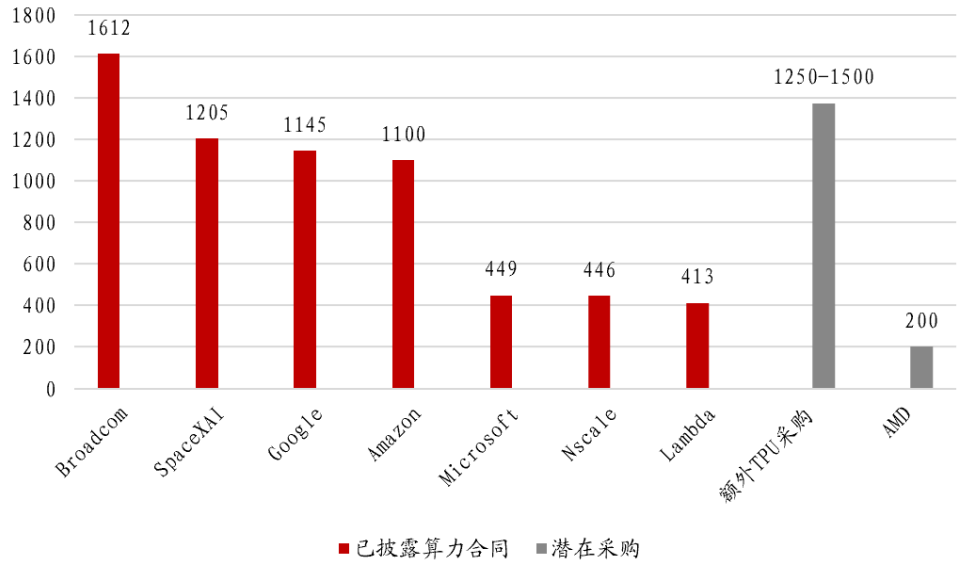
3.1 Anthropic 长期算力合同规模达 6000 多亿美元

长期算力合同规模庞大，多芯片架构有望推动高速光互连需求持续增长。Anthropic招股书显示，公司已与Broadcom、Google、Amazon等七家合作伙伴签订主要算力服务及设备租赁协议，合同总金额约6,370亿美元，其中有Google、Amazon、Microsoft合计超2500亿美元的刚性成本支出。此外，公司计划在2028—2031年新增1,250亿—1,500亿美元的TPU算力采购，并计划2027年开始部署AMD Helios系统，预计相关支出超过200亿美元。综合来看，若计入潜在算力采购，公司已签订协议及未来规划的算力投入总规模预计超过8,020亿—8,270亿美元，进一步体现其长期算力扩张需求。架构上，公司明确采用多芯片策略，核心平台包括Google TPU、NVIDIA GPU、AWS Trainium及AMD GPU；其中，从已明确对应芯片平台的披露口径看，TPU相关安排规模最大，NVIDIA GPU次之。我们认为，这表明头部模型厂商正通过长期合同锁定跨平台算力资源，同时降低对单一供应链的依赖并提升资源获取确定性。此外，多芯片架构意味着AI基础设施扩张已不再单纯依赖单一GPU生态，而是向GPU与ASIC并行演进，有望持续带动光芯片及上游光器件需求扩张。

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

仅供内部参考，请勿外传！

图表11：Anthropic算力合同与潜在采购规模（亿美元）



资料来源：Anthropic招股说明书，万联证券研究所

3.2 Anthropic 推出 Anthropic Direct 算力采购模式

算力采购由云服务租赁向混合模式转型，基础设施投资主体有望进一步多元化。Anthropic推出Anthropic Direct算力采购模式，由此前完全依赖固定期限云算力采购的模式，转向云服务与直接租赁芯片相结合的混合模式。该模式下，公司直接租赁AI加速器，将其部署于按照自身规格建设、由第三方运营的专用数据中心，首座相关数据中心已于2026年投入运营。与传统云算力采购相比，Anthropic Direct将数据中心容量承诺与加速器采购安排分离，使公司能够提前锁定建设周期较长的数据中心资源，并根据实际需求灵活安排芯片投资。公司预计该模式在未来算力投入中的占比持续提升。我们认为，头部模型厂商正由单纯购买云算力服务向深度参与底层基础设施建设延伸，有望推动AI硬件采购及网络建设需求由传统CSP向模型厂商及专用算力基础设施运营商扩散，为高速光模块、光芯片及精密光器件供应商创造更多市场机会。

4 风险提示

模型及产品迭代不及预期，商业化进程不及预期，监管及数据合规风险，AI算力资本开支及投资回报不及预期，市场竞争加剧。

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

仅供内部参考，请勿外传！

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场

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