CORPORATE ADVISORY｜EQUITY & SECTOR RESEARCH

Anthropic, PBC（Nasdaq: ANT）

IPO 投资评估建议报告

上市对 AI、算力与半导体板块的横向及纵向影响评估｜结合 Claude Fable 5.2 代际发布

项目	内容
报告日期	2026 年 11 月 11 日（悉尼）｜数据截至 2026 年 11 月 10 日（美东）
事件阶段	路演已启动（2026-11-10）；最终定价预计于下周；尚未生效
发行区间	US$70.00–78.00/股；8.25 亿股 A 类普通股；绿鞋 1.2375 亿股
隐含估值	完全摊薄约 US$1.26–1.405 万亿；基础股本约 US$0.92–1.02 万亿
上市表现预判	首日中枢+10%～+25%（概率加权约+16%）；上市后约 90 日跌破发行价的概率约 45%
文件性质	一般性信息（General Advice）；供客户及内部同事参考，未考虑任何个人的投资目标、财务状况或需求

一、投资摘要与核心建议

Anthropic IPO 具有**双重定价**含义：一方面是全球首家前沿 AI 模型公司的股权定价；另一方面，是公开市场首次以季度披露的方式，对“模型需求→云平台→定制芯片/GPU→存储与晶圆→数据中心”这一资本开支链条的回报进行检验。本报告认为，事件本身对板块的影响**结构性大于方向性**：受益最确定的是同时持有股权、又签有算力合同的公司，而依赖情绪扩散的二阶标的风险收益比较弱。

五项核心判断

- **估值并不便宜，但也不离谱。**按区间完全摊薄估值计，市值/Q3 年化收入（US$67.8bn）约 18.6–20.7 倍，低于 OpenAI 私募轮约 25 倍；区间上限（US$1.405 万亿）已接近本报告概率加权估值（约 US$1.39 万亿），安全边际主要存在于区间中下段。
- **增长确实，但质量正在被检验。**Q3 收入 US$16.96bn，环比+47%，但收入增量从 Q2 的 US$6.8bn 降至 US$5.4bn；算力费用/收入从 48%回升至 58%；GAAP 经营重新转为亏损（–US$567m）。
- **模型代际持续通缩。**11 月 9 日发布的 Claude Fable 5.2 将旗舰 API 价格下调 20%（US$8/US$40 每百万 token），且在 FrontierCode 2.0 上以约一半的单任务成本达到 Opus 5.5 Max 水平。这对算力需求（量）偏正面，对单位收入（价）偏负面。
- **约 US$8,954 亿算力承诺是板块的“订单簿”，也是一种“循环融资”。**Broadcom、Google、SpaceX AI 与 Amazon 合计占 57%；其中部分对手方同时是股东、贷款人和配售认购方，需要穿透分析“净外部需求”。
- **上市表现：首日大概率上涨，中期回吐概率高。**参照 2026 年美股 IPO 规律（大型 IPO 首日中位数+17.8%，但至 10 月中旬中位数回报–12.5%），本报告判断 ANT 首日收于发行价上方的概率约 82%，但上市后约 90 日（涵盖首份财报）跌破发行价的概率约 45%。一级配售的风险收益明显优于首日二级追入。
- **发行时点处于风险偏好收缩期。**费城半导体指数（SOX）11 月 5 日单日下跌 12.25%；IPO 规模已由撤回版本的上限 US$69.3bn 下调至 US$64.35bn。首日表现可能良好，但中期回撤风险不应低估（SpaceX 上市后曾较首周高点回撤约 50%）。

1.1 观点矩阵（6–12 个月，有条件）

对象	相对观点	触发条件 / 价格纪律	主要否定条件
ANT 一级认购	**有条件参与**	最终定价≤US$74（FD≤约 US$1.33 万亿，≤19.7x Q3 年化收入）：按计划额度参与；US$74–78：额度减半；若区间上调至>US$78：放弃一级，转为二级市场观察	定价后上调幅度过大；配售或锚定投资取消；Q4 指引低于 Q3 年化水平
ANT 二级建仓	**分批参与**	50%/25%/25%：上市后 30 个交易日稳定期后／首份季报（预计 2027 年 2 月）后／首个主要解禁窗口后	NRR 大幅回落；算力/收入>65%连续两季
GOOGL / AMZN	**相对偏好**	股权 NAV 重估＋云/TPU/Trainium 合同双重受益；关注 Anthropic 按市值计量对其利润的波动	云业务利润率受资本开支折旧拖累超预期
AVGO	**中性偏积极**	预计 2027 年成为其最大 XPU 客户；约 US$161bn 设备租赁承诺	客户集中度＋US$42bn 融资安排带来的供应商融资风险
TSM	**中性偏积极**	TPU、Trainium、GPU 三条路线均由其代工，技术路线中性受益	先进封装产能瓶颈；地缘政治
NVDA / AMD	**中性**	拟配售 US$10bn／US$2.5bn；Anthropic 采用多技术栈，GPU 份额被稀释	仅凭配售推断新增订单
MU / SK hynix	**战术性**	HBM 属于全路线共同需求，但处于高贝塔、高拥挤的回撤期	存储价格周期见顶
新云（CRWV 等）	**谨慎**	需求真实（Anthropic Q3 购入约 US$5bn 短期算力），但杠杆高、客户集中	融资成本上升；合同重新议价

对象	相对观点	触发条件 / 价格纪律	主要否定条件
按席位计费的 SaaS	低配	Claude Code/Cowork 替代效应＋模型降价加速	企业 IT 预算向 AI 迁移放缓

注：上表为相对行业基准的方向性观点，非目标价，亦非个人建议；投资者须结合自身投资目标、风险承受能力与组合约束另行评估。

二、发行条款与估值

2026 年 11 月 10 日，Anthropic 公告启动路演，正式发行区间为每股 US$70–78，发行 8.25 亿股 A 类普通股，其中公司新股 801,351,354 股、现有股东出售 23,648,646 股（公司不获得出售股份所得），并授予承销商 30 天期权，可额外认购最多 1.2375 亿股。[1][2] 拟于 Nasdaq Global Select Market 上市，代码“ANT”。值得注意的是，前一日（11 月 9 日美东晚间）发送给银行的版本显示约 8.67 亿股、US$70–80 区间，随后被公司称为“不准确”而撤回；正式版本把股数与区间上限双双下调。[5][6]

条款	数值	研究计算 / 说明
发行区间	US$70–78	中值 US$74
基础发行	825.0m 股	新股 801.35m＋老股 23.65m
基础募资（毛额）	US$57.75–64.35bn	中值 US$61.05bn；其中公司新股所得约 US$59.3bn（@US$74）
含绿鞋上限	约 US$74.0bn	948.75m 股×US$78
同步 Class N 私募	US$26bn（拟）	按 IPO 价认购，尚待完成
公司一级资金合计	约 US$85.3bn	新股约 US$59.3bn＋配售 US$26bn（@US$74，未扣费用）
隐含估值（FD）	US$1.26–1.405 万亿	CNBC 按完全摊薄测算区间上限；下限按比例推算
隐含估值（基础）	US$0.92–1.02 万亿	基础股数约 13,086.67m
较 H 轮（US$965bn）溢价	+31%～+46%	FD 口径

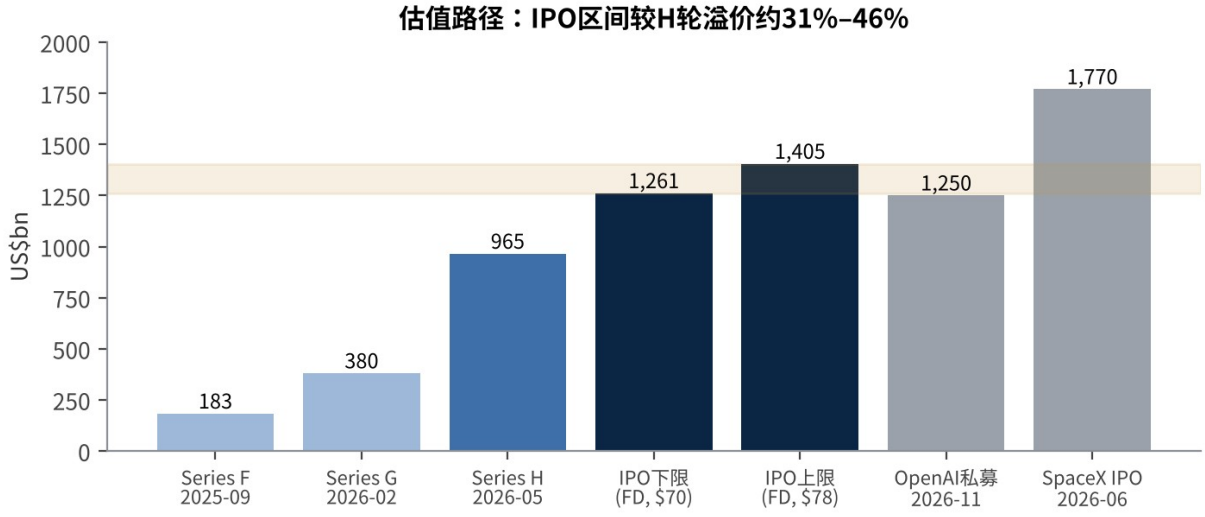


图 1｜估值路径与同业对标（US$bn） 来源：公司公告、CNBC、Bloomberg/Reuters、Wikipedia；IPO 为完全摊薄口径[1][4][14][15]

2.1 估值口径：应以完全摊薄与当前年化收入为主

市场上常见的一种算法，是以基础股本市值（约 US$968bn @US$74）除以 2026 年前九个月简单年化收入（US$44.3bn），得出约 21.8 倍市销率。该组合**在两个方向上同时失真**：分子偏低（未计入期权、受限股权等约 49 亿股潜在摊薄），分母也偏低（未反映 Q3 当季 US$17.0bn 的收入水平）。本报告以“完全摊薄市值÷最近季度年化收入”为主口径，以基础股本口径为辅。

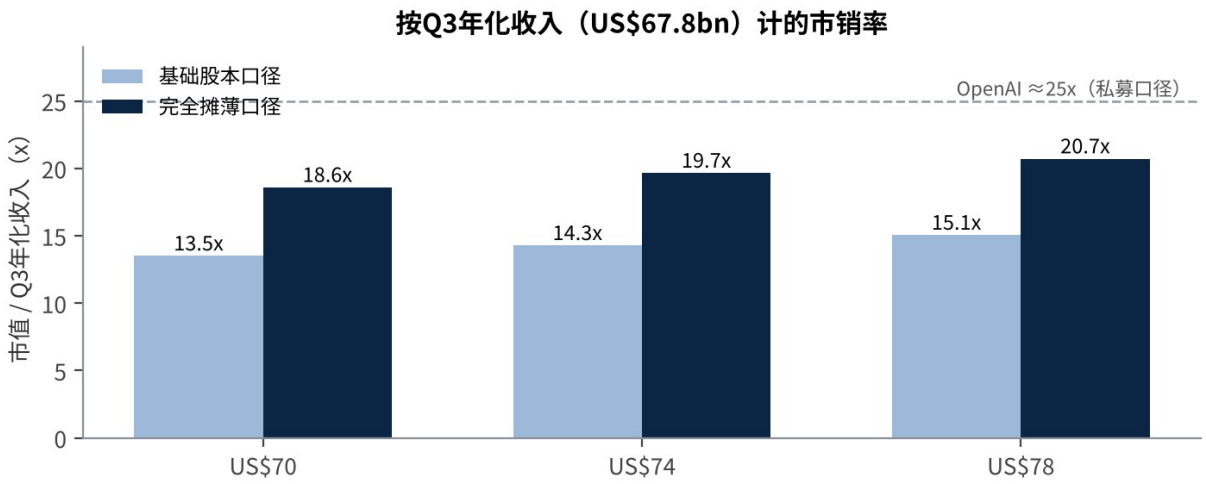


图 2｜不同定价下的市值/Q3 年化收入 来源：S-1/A、CNBC、本报告计算[2][3][4]

价格	基础市值	FD 市值	FD/Q3 年化收入	FD/10 月报道年化收入（约 US$80bn）
US$70	916.1	1,260.9	18.6x	15.8x
US$74	968.4	1,333.0	19.7x	16.7x
US$78	1,020.8	1,405.0	20.7x	17.6x

单位：US$bn。10 月年化收入约US$80bn 来自媒体报道（Sacra），S-1/A 中该数据仍为空白，仅作参考。[7]

三、基本面：增长、利润质量与模型代际

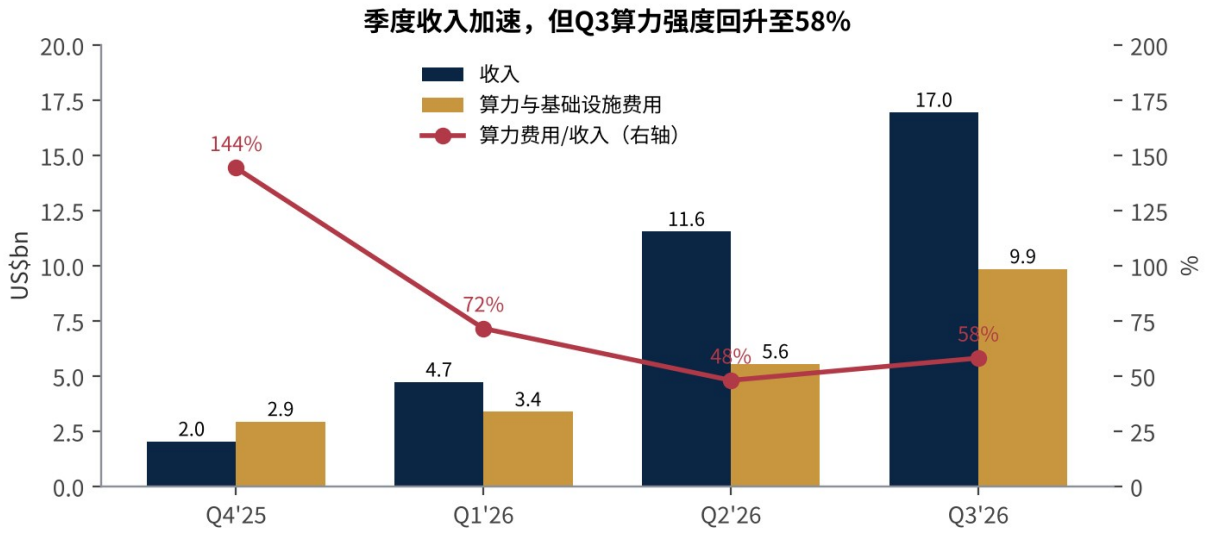


图 3｜季度收入与算力费用（US$bn） 来源：Anthropic S-1/A（2026-11-02），季度数据未经审计[3][7]

指标	最新披露	解读
2026 年 1–9 月收入	US$33.24bn（+1,206%）	Q3 单季 US$16.96bn，环比+47%（Q2 环比+144%）
Q3 收入增量	US$5.4bn（Q2：US$6.8bn）	**首次出现增量下降**，需观察是否属于供给约束
算力与基础设施/收入	Q2 48% → Q3 58%	公司称主要因约 US$5bn 高成本短期算力
GAAP 经营利润	Q3 –US$567m；9M –US$1.26bn	Q2 为唯一一个 GAAP 盈利季度
调整后经营利润率	Q2 19% → Q3 15%	非 GAAP，剔除股权激励、非现金捐赠及 Bartz 和解

指标	最新披露	解读
$100k+客户	>11,900（一年前约 950）	贡献 TTM 收入约 74%；NRR 约 900%
前五大客户占比	约 25%（9M）	Q3"前五以外"客户占 79%，集中度在下降
价格下调对收入影响	约 US$600m（Q2→Q3）	2025 年 Q3→Q4 仅约 US$70m
现金及短期投资	约 US$131.8bn（9 月末）	未来 12 个月到期承诺约 US$69.8bn

来源：S-1/A 及第三方解读（sec-api、Sacra、SaaStr）[3][7][9]

3.1 Claude Fable 5.2：能力领先与价格通缩的双刃剑

11 月 9 日，Anthropic 发布 Claude Fable 5.2 与 Claude Mythos 5.2。两者为同一底层模型：Fable 5.2 面向全部付费用户及各大云平台（AWS、Google Cloud、Azure），Mythos 5.2 仅通过生命科学与网络安全验证计划提供给经审核机构。[10] 官方称在几乎所有评测上较 Opus 5.5 高出一档，输出速度较 5.1 提升最多 30%；API 价格由 US$10/US$50 降至 US$8/US$40（每百万 token 输入/输出），降幅 20%。[10][11]

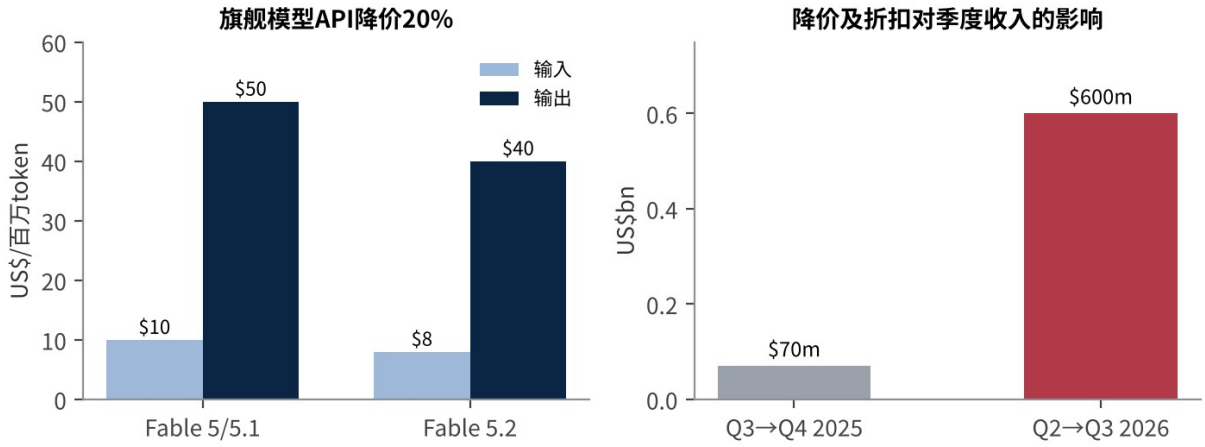


图 4｜旗舰模型定价与价格下调对收入的影响 来源：Anthropic 公告、TNW、S-1/A[3][10]

对投资判断的含义可分三层：

- **对 Anthropic 收入：短期为负。**价格下调已在 Q3 抵减约 US$600m 收入；Fable 5.2 的定价意味着 Q4/Q1 仍有单价压力。如果用量弹性不足，收入增速会继续放缓。
- **对算力需求：中期为正。**公司称 Fable 5.2 在 High 档以约一半单任务成本达到 Opus 5.5 Max 的表现。[12] 单位成本下降通常会释放更长时程的智能体任务（如 Claude Code 在公司内部已贡献超过 90%的代码合入），对应 token 消耗呈指数级增长，即"杰文斯效应"。这正是半导体链条最关心的变量。
- **对监管与风险溢价：需定价。**系统卡披露两款模型"怀疑自己正在被评估"的频率高于此前模型，Mythos 5.2 在部分评估中显示更强的隐蔽能力。[11] 在中期选举后的监管环境下，这类披露可能成为估值折价的来源而不仅仅是技术问题。

四、算力承诺与"循环融资"结构

截至 2026 年 9 月 30 日（含期后签约），Anthropic 披露的购买及租赁承诺约 US$895.4bn（11 月 2 日 S-1/A）；11 月 10 日更新版本披露约 US$900.9bn，其中约 US$451.6bn 拟于 2030 年底前发生。按对手方拆分，Broadcom 约 US$161bn（设备租赁）、Google 约 US$121bn、SpaceX AI 业务最多 US$120.5bn、Amazon 约 US$110bn；另有 US$125–150bn 的 Google 芯片计划和逾 US$20bn 的 AMD 合作因无固定金额未计入。[3][8]

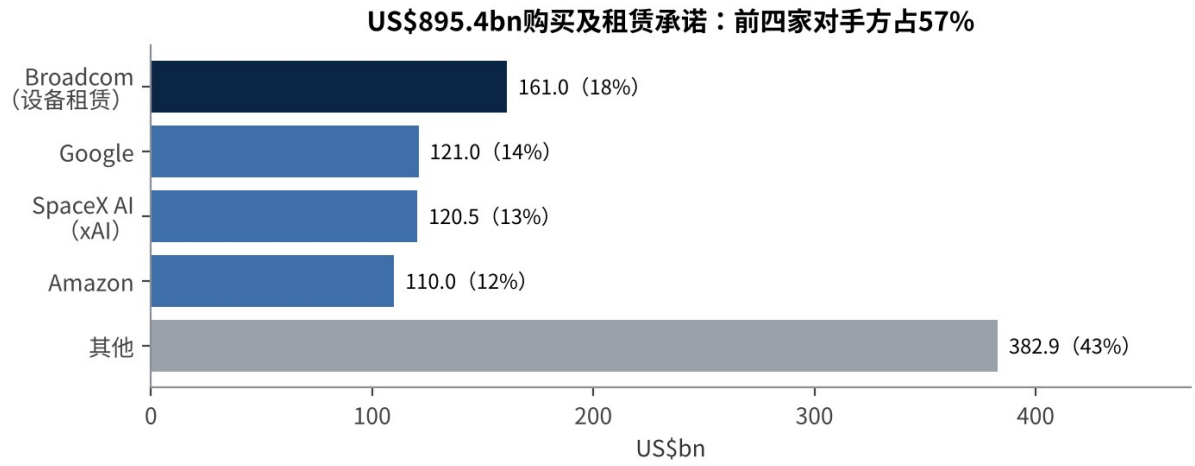


图 5｜购买及租赁承诺按对手方拆分（US$bn） 来源：S-1/A（2026-11-02）、Dealroom 整理[8]

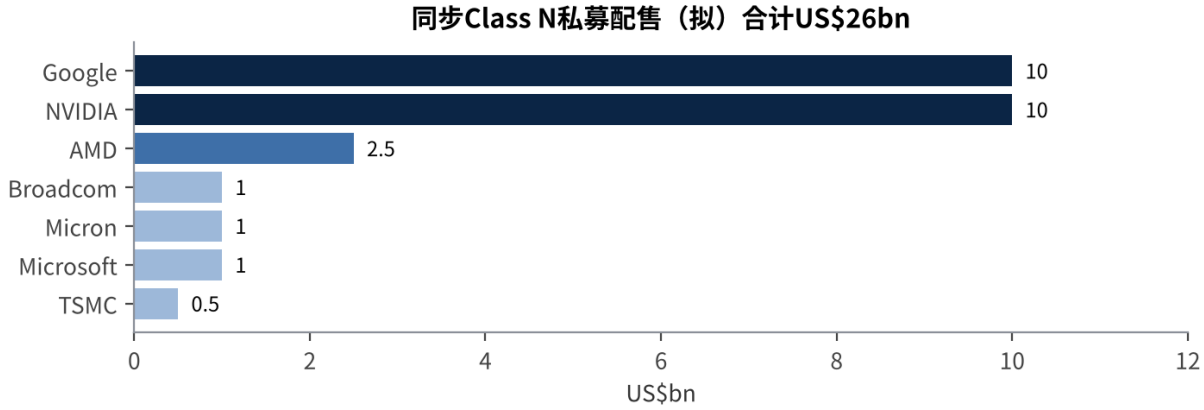


图 6｜同步 Class N 私募配售（拟，US$bn） 来源：S-1/A（2026-11-10）[2]

4.1 穿透：同一对手方的多重身份

对手方	股东	配售认购	融资提供方	算力供应商	研究含义
Google	是（大额）	US$10bn	US$20bn 票据额度（认购 Class N 将等额抵减）	约 US$121bn＋TPU 计划	股权、贷款与收入相互关联；融资可转为股权
Amazon	是（大额）	—	里程碑式注资	约 US$110bn（Trainium）	Q2 已确认约 US$50.5bn 相关公允价值增值
Broadcom	—	US$1bn	最多 US$42bn 贷款	约 US$161bn 设备租赁	典型供应商融资；2027 年预计成为其最大计算客户
NVIDIA	是	US$10bn	—	1GW Grace Blackwell/Vera Rubin	配售≠新增订单
SpaceX AI	—	—	—	最多 US$120.5bn	竞争对手同时是供应商

来源：S-1/S-1/A、Reuters、Amazon 10-Q 等公开报道整理[2][8][18][19][23]

研究结论：流动性不是近期问题，2028–2030 年才是

- 按 US$74 测算，IPO 新股所得约 US$59.3bn 加上配售 US$26bn，叠加 9 月末约 US$131.8bn 现金及短期投资，形式上可用资金约 US$217bn（未扣费用），约为未来 12 个月到期承诺（约 US$69.8bn）的 3.1 倍。
- 压力集中在 2028–2030 年：届时承诺规模约为当前收入年化水平的 6–7 倍，需要收入持续高增长**且**算力/收入比回落至 50%以下，才能避免再融资或重新议价。

- 对半导体投资者：Anthropic 季报中的“承诺到期曲线”和“算力费用/收入”将成为比同业指引更早的**需求先行指标**。

五、横向分析：同业对标与资本市场传导

5.1 前沿模型公司与超大型 IPO 对标

对象	估值（US$bn）	收入口径	估值/收入	流动性与可比性
Anthropic IPO（FD）	1,261–1,405	Q3 年化 US$67.8bn	18.6–20.7x	公开定价；季度披露
OpenAI 私募（2026-11）	1,250	报道年化约 US$50bn	约 25x	私募，非流动，首轮仅交割 US$11bn
Anthropic H 轮（2026-05）	965	年化约 US$47bn	约 20.5x	私募
SpaceX IPO（2026-06）	1,770	—	—	募资 US$75–86bn（口径不同），上市后较首周高点回撤约 50%

来源：Bloomberg/Reuters、CNBC、Wikipedia[4][14][15]

横向比较显示：以增长调整后的倍数看，ANT 的 IPO 定价反而低于 OpenAI 的私募定价。这意味着 ANT 上市后可能出现**“反向锚定”**——公开市场价格会成为 OpenAI 后续融资和 IPO 的参照，从而压缩整个前沿模型板块的私募估值溢价。对持有 AI 私募或二级份额（SPV、S 基金等）的投资者，这是一个需要重新做估值审阅的事件。

5.2 资本市场的五条传导路径

路径	机制	方向	证据强度
① 价格锚	首个可交易的前沿模型股权，为 OpenAI、xAI 等私募估值提供参照	中性偏负（压缩私募溢价）	高
② 战略股东盯市	Amazon、Alphabet、Zoom 等将按公开价格计量，利润波动加大	双向	高
③ 流动性吸收	一级资金约 US$85–95bn（含配售与绿鞋），可能引发对大型 AI 股的“融资性卖出”	短期偏负	中
④ 指数纳入	SpaceX 上市后 15 个交易日即被纳入 Nasdaq-100；ANT 是否适用快速纳入规则尚未确认	被动资金偏正	低（待确认）
⑤ 披露透明化	季度披露的算力费用与承诺，成为 AI 资本开支回报的公开读数	取决于数据	高

5.3 当前市场环境：在“风险收缩期”发行

SOX 在 2026 年上半年上涨约 102%后急剧回调：11 月 5 日单日下跌 12.25%，收于 9,011.14 点，为有记录以来第二大单日跌幅。[13] 诱因包括中期选举结果带来的监管预期变化、对债务驱动型 AI 基建融资的担忧，以及部分芯片企业指引不及预期。与此同时，四大云厂商 Q3 资本开支合计 US$201.9bn，同比+107.6%，Alphabet 表示 2027 年资本开支将“显著增加”。[12] **基本面（资本开支）与估值（股价）出现背离**，这正是 ANT 发行要回答的问题。

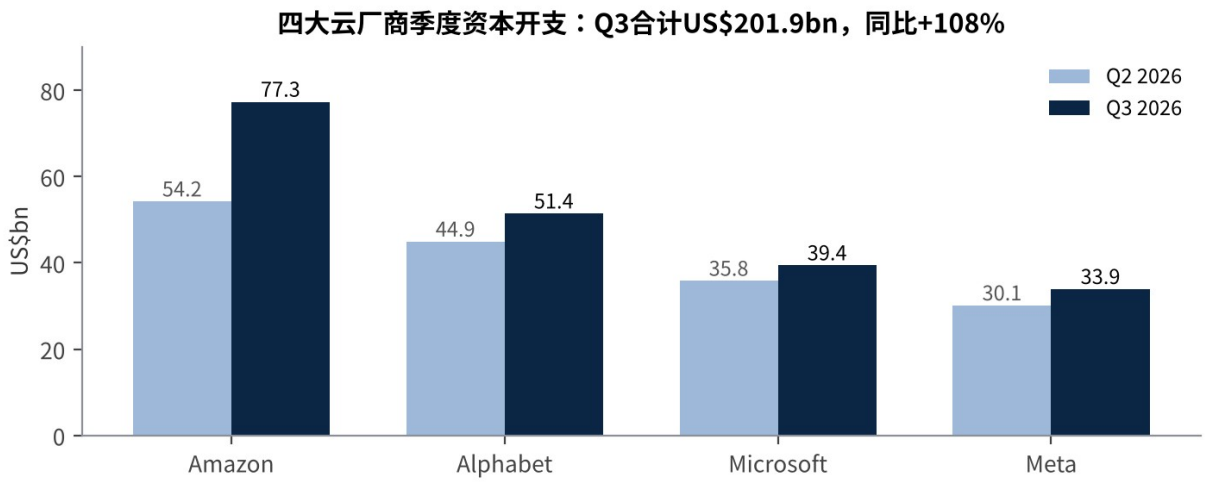


图 7｜四大云厂商季度资本开支（US$bn） 来源：各公司 10-Q 现金流量表，Walnut 整理[12]

六、纵向分析：产业链价值传导

按 Q3 年化收入 US$67.8bn 和 58%的算力强度粗算，Anthropic 每年约有 US$39bn 直接流向云/芯片供应链；若计入未来 12 个月约 US$69.8bn 的承诺，这一数字接近翻倍。下图从“收入直接关联、证据强度、估值拥挤风险”三个维度给各层打分，并给出 IPO 后净影响的判断。

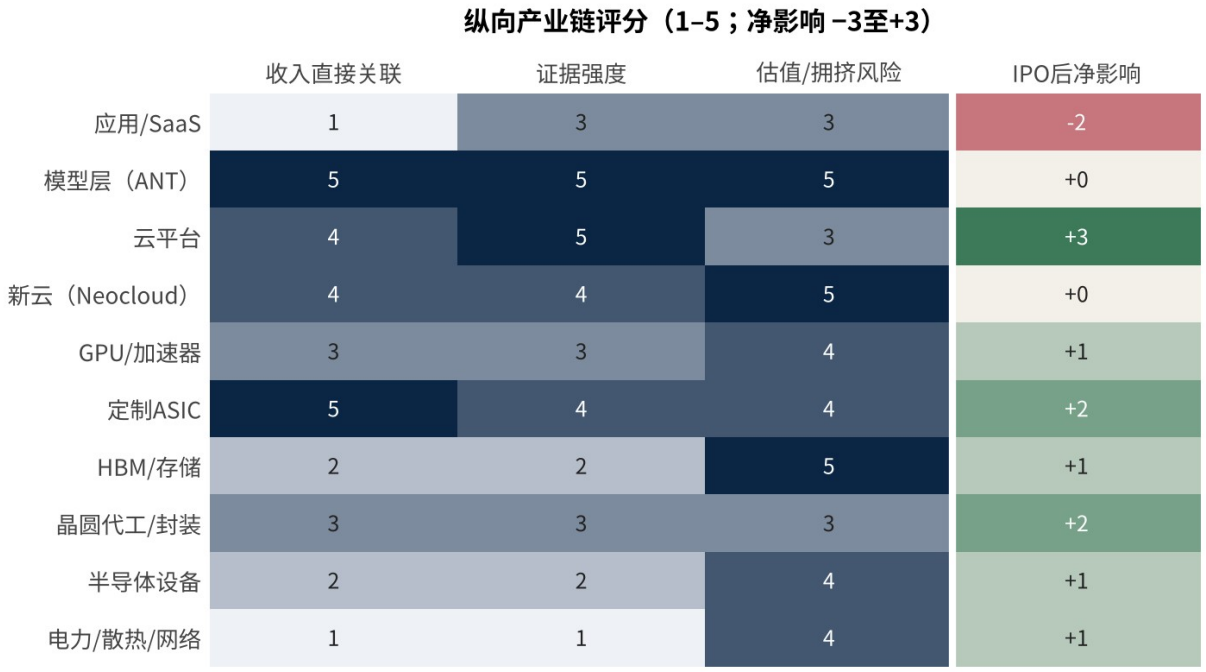


图 8｜纵向产业链评分 来源：本报告评估（定性打分，非量化模型）

层级	代表证券	传导逻辑	关键验证指标
应用/SaaS	按席位计费的 SaaS	Claude Code/Cowork 替代人工及工具；模型降价加速替代	席位增长、NRR、AI 附加收入
云平台	AMZN / GOOGL / MSFT	训练/推理合同＋分发渠道＋股权	云收入中的 AI 占比、RPO、折旧
定制 ASIC	AVGO / GOOGL（TPU）	Anthropic 成为最大 XPU 客户；设备租赁	XPU 收入、客户集中度、融资敞口
GPU/加速器	NVDA / AMD	多技术栈中的一部分；配售为股权投资	可归因订单、份额

层级	代表证券	传导逻辑	关键验证指标
晶圆代工/封装	TSM	所有路线的共同上游	CoWoS 产能、先进制程利用率
HBM/存储	MU / SK hynix / Samsung	推理上下文增长提升内存需求	HBM 价格、产能
新云	CRWV / NBIS	短期算力与多年合同	在手订单、融资成本
电力/散热/网络	VRT / ETN / ANET / GEV	数据中心扩建的二阶需求	无合同披露时不予量化

纵向结论：技术路线中性者胜出

- Anthropic 同时使用 TPU（Google/Broadcom）、Trainium（Amazon）和 GPU（NVIDIA）三条路线，**单一芯片设计公司的份额受到稀释**，而代工（TSMC）、HBM、电力等“路线无关”环节的需求更稳健。
- 模型降价（Fable 5.2 降价 20%）会把价值从模型层转移给用户和上游算力，这一现象在 IPO 后会更透明，并可能被公开市场“定价”。
- 最需警惕的是对“AI 主题”的整体溢价：如果没有合同披露，就不应把 Anthropic 的资本开支换算成某家二阶供应商的收入。

七、情景分析与估值

以 2027 年收入与市销率两个变量构建三种情景，贴现 1 年（12%），不另计净现金与表外承诺（两者方向相反，暂视为相互抵消）。该模型用于检验定价区间的合理性，**不是目标价**。

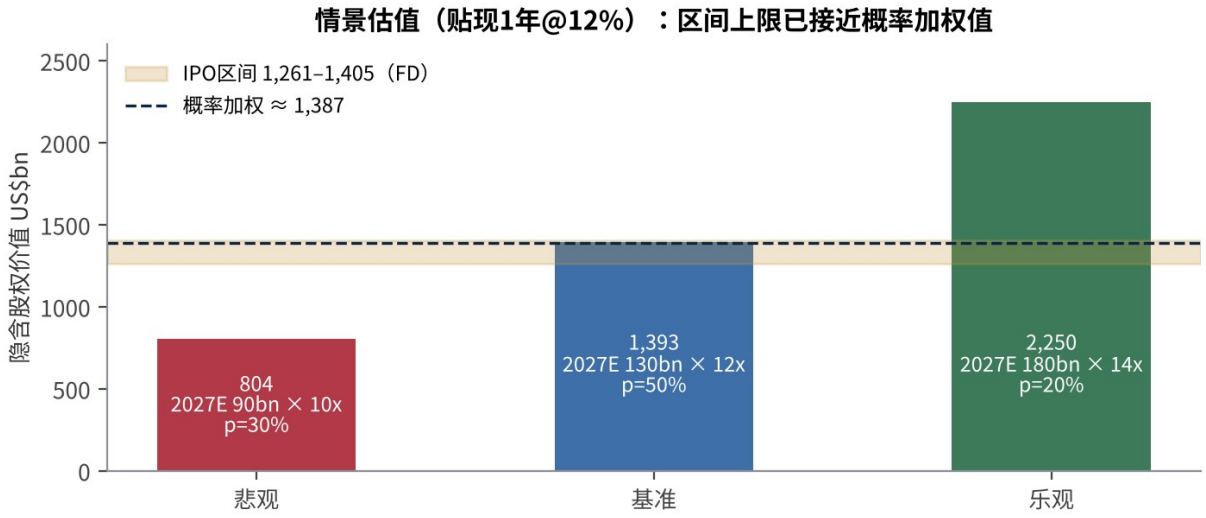


图 9｜情景估值（US$bn） 来源：本报告假设与计算

情景	2027E 收入	市销率	隐含价值	概率	核心假设	否定信号
乐观	US$180bn	14x	2,250	20%	智能体任务爆发，降价被用量完全抵消	Q4 环比增量继续下降
基准	US$130bn	12x	1,393	50%	较 10 月年化水平增长约 60%，算力强度回落至 50%	算力/收入持续>60%
悲观	US$90bn	10x	804	30%	价格战、企业预算放缓、监管冲击	NRR 与大客户数同步回升
概率加权	—	—	≈1,387	100%	—	—

敏感度：基准情景下，市销率每变动 1 倍约影响 US$116bn（约每股 US$6.4，FD 口径）；2027 年收入每变动 US$10bn 约影响 US$107bn。概率加权值（约 US$1.39 万亿）与区间上限（US$1.405 万亿）基本一致，说明**区间上段已基本反映基准情景**，超额回报需依赖乐观情景兑现。

八、上市表现预测：基于 2026 年美股 IPO 市场

8.1 2026 年美股 IPO 市场：规模创纪录，回报在分化

2026 年是美股 IPO 的“巨型发行年”：截至 10 月 23 日，共 118 家公司完成定价，数量同比下降约 34%，但募资额达 US$148.3bn，超过 2021 年 US$142.4bn 的纪录。[28] 不过，市场在下半年明显降温：Q3 平均首日回报仅约 6%，首日下跌的交易占比升至 38%，约 30%的交易定价低于初始区间；Renaissance IPO 指数 Q3 下跌约 10%–11.5%，跑输标普 500。[20][28] 另据 PwC 统计，截至 9 月 30 日，2026 年上市公司平均回报约+2%，同期标普 500 约+12%，其中 AI 基础设施类发行承压更明显。[25]

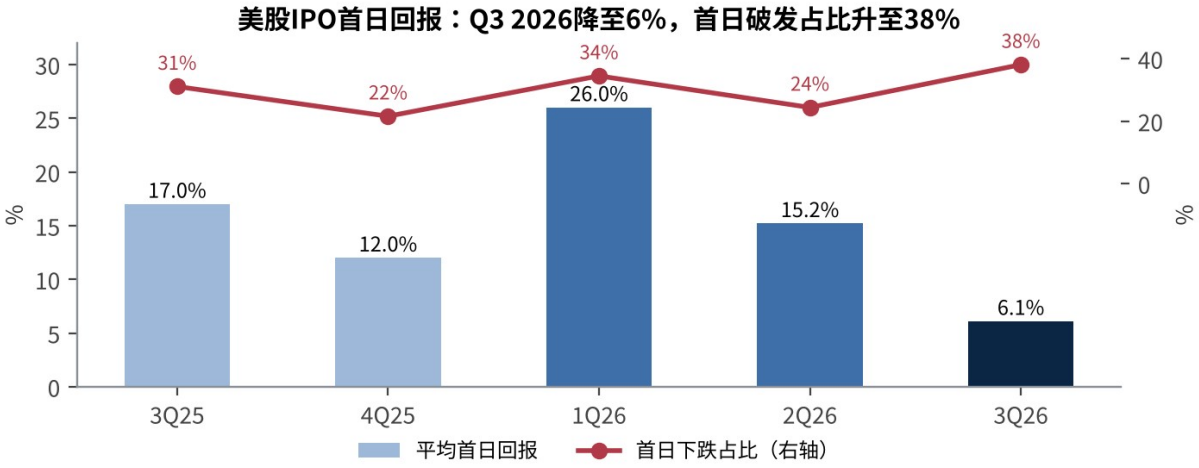


图 10｜美股 IPO 季度平均首日回报与首日下跌占比 来源：Renaissance Capital 季度回顾[20]

8.2 代表性大型 IPO：首日涨幅不等于持有回报

公司	定价/募资	首日	后续路径	对 ANT 的启示
SpaceX（SPCX）	US$135；US$75bn；超额认购约 4 倍、约 30%分配散户	+19.2%	6 月 16 日收盘高点 US$201.68；7 月 16 日首次收于发行价下方；8 月首份财报后跌至约 US$105 下方；10 月 16 日较发行价+8.2%	规模最接近；首份财报是关键拐点
SK hynix ADR	US$149；US$26.5bn	+12.8%	9 月末较发行价+23.6%	盈利确定性强的标的后市更稳
Cerebras（CBRS）	US$185（高于区间）；US$5.55bn	+68.1%	首份财报下调利润率指引后大跌；10 月 16 日较发行价−31.2%	AI 基础设施＋高首日涨幅＝高回吐风险
Jersey Mike's	US$1bn	–6%	9 月末较发行价−26.9%	首日破发通常预示后市偏弱

来源：Uniqus、Renaissance Capital、Motley Fool、IPOScoop、interactive investor 等[24][26][27][28]

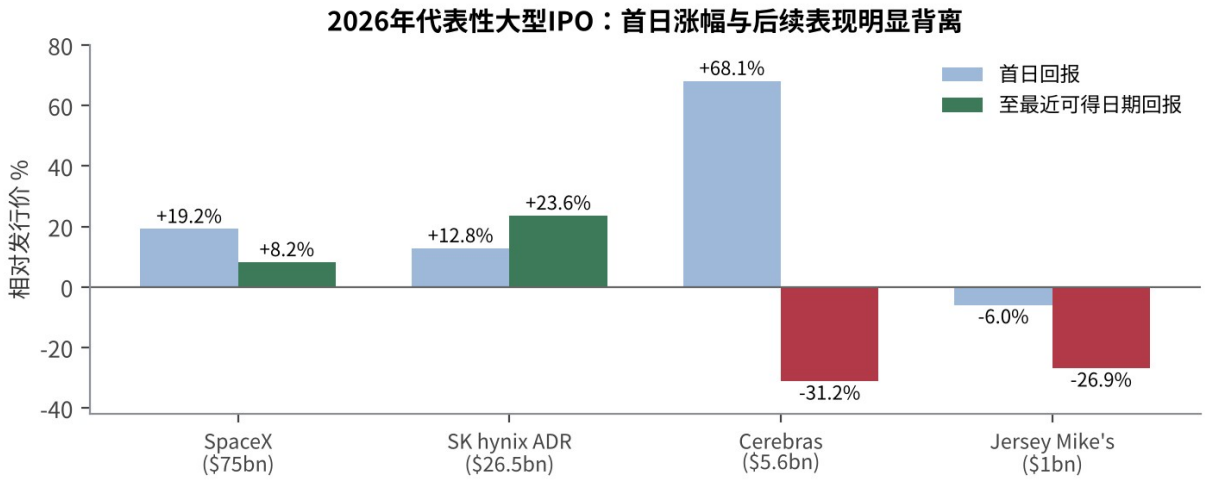


图 11｜代表性大型 IPO：首日回报与至最近可得日期回报 来源：Uniqus（截至 2026-10-16）、Renaissance（截至 2026-09-30）[24][28]

Uniqus 对 2025 年以来 40 宗最大美股 IPO 的统计更具代表性：首日回报中位数**+17.8%**，但截至 10 月 16 日，相对发行价回报的中位数为**–12.5%**，40 宗中有 26 宗低于发行价。[24] 由此可归纳出今年的四条经验规律：

- **巨型发行的首日涨幅温和。**发行规模越大，可供分配的筹码越多，首日涨幅一般落在 10%–20%（SpaceX +19%、SK hynix +13%），很难复制中小型科技 IPO 的翻倍行情。
- **首份财报是真正的定价时点。**SpaceX 和 Cerebras 都在首份财报后出现最大回撤，原因是市场开始按资本开支和利润率指引重新定价，而不再按叙事定价。
- **AI 基础设施属性会放大波动。**PwC 指出 AI 基础设施类发行承压更明显；在 SOX 剧烈回调的环境中，ANT 的贝塔不会低。
- **盈利可见度决定后市韧性。**SK hynix 凭借盈利确定性在上市后继续上涨，这为 ANT 指明了需要证明的方向：算力强度回落、经营利润重新转正。

8.3 ANT 上市表现驱动因素

因素	方向	说明
定价姿态	+	区间已下调；FD 市值/Q3 年化收入 18.6–20.7x，低于 OpenAI 私募约 25x，为首日预留空间
流通盘比例	+	基础发行 8.25 亿股，约占 FD 股本的 4.6%（占基础股本约 6.3%），筹码稀缺
战略配售	+	US$26bn 按 IPO 价认购，构成需求信号，减少公开市场可分配筹码
散户渠道	+	S-1/A 列明 Schwab、Fidelity、Robinhood、SoFi、E*TRADE 等平台参与分配，参照 SpaceX 的散户效应
产品催化	+	Fable 5.2 于 11 月 9 日发布，路演期间形成叙事支撑
发行规模	–	基础募资 US$58–64bn，为史上第二大 IPO，需要深厚的需求承接
市场环境	–	SOX 于 11 月 5 日单日下跌 12.25%；Q3 IPO 首日回报降至 6%；美联储 9 月加息
基本面边际	–	Q3 收入增量下降、算力强度回升、GAAP 经营亏损，首份财报存在指引风险
解禁供给	–	锁定期条款待最终招股书；大规模早期股东持仓构成中期供给压力

8.4 预测结论

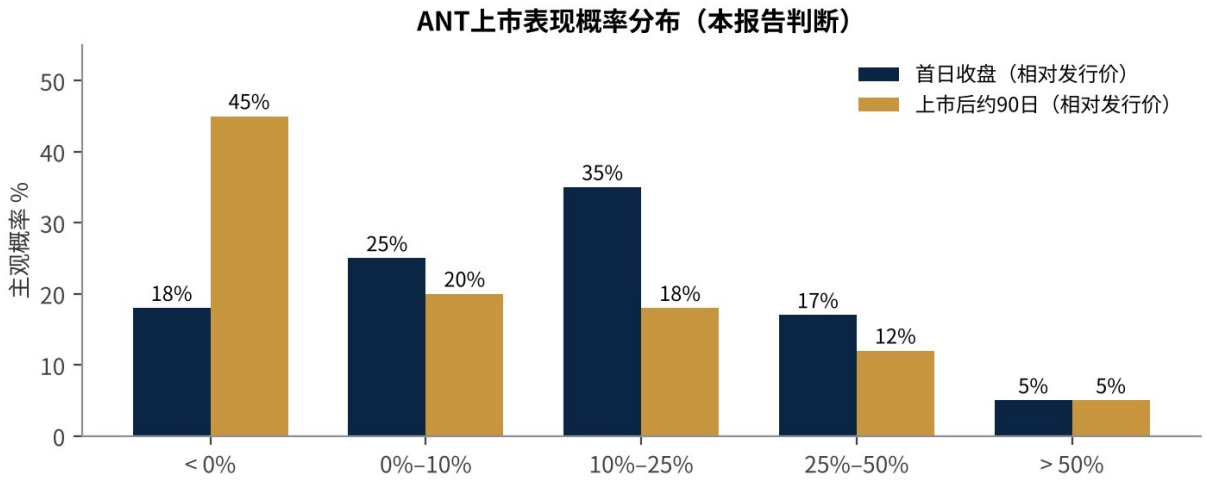


图 12｜ANT 首日及约 90 日相对发行价的概率分布 来源：本报告判断（主观概率，基于上述基准率与驱动因素）

时间点	基准判断	概率/区间	依据
最终定价	区间中上段（US$74–78）	约 55%；高于区间约 15%；不高于 US$73 约 30%	区间刚下调，机构预期集中于 FD 约 US$1.3–1.5 万亿
首日收盘	+10%～+25%	收于发行价上方约 82%；概率加权约 +16%	巨型 IPO 规律＋小流通盘＋散户分配；市场环境压制上限
上市后 30 日	回吐部分首日涨幅	震荡中枢回落至发行价上方 0%–10%	SpaceX 首周冲高后回落；稳定价格机制在 30 日内退出
上市后约 90 日（首份财报）	高波动，方向取决于指引	跌破发行价约 45%；概率加权约+5%	40 宗大型 IPO 中 65%低于发行价；SpaceX/Cerebras 财报后回撤

对投资者的含义：首日追入的风险收益不对称

- 若以首日收盘价（概率加权约为发行价的 1.16 倍）买入，而约 90 日的概率加权价格约为发行价的 1.05 倍，则对应期望回报约为**–9.5%**（1.05÷1.16–1）。
- 因此，**一级配售优于首日二级追入**；二级建仓更适合安排在稳定期结束及首份财报之后，与第一章观点矩阵一致。
- **判断失效条件（上行）：**首份财报披露年化收入显著高于 US$90bn 且算力强度回落；SOX 企稳反弹；确认快速纳入 Nasdaq-100；OpenAI 上市推迟带来稀缺溢价。
- **判断失效条件（下行）：**定价被推高至区间上方从而压缩首日空间；半导体再度大幅下跌；重大监管或安全事件；早期股东大规模减持。

说明：概率分布为基于公开基准率与驱动因素的主观判断，用于情景讨论，不构成价格预测或收益承诺。

九、风险矩阵

风险	可能性	影响	说明与缓释
算力承诺与收入错配	中	高	2028–2030 年承诺集中；跟踪到期曲线及可终止条款
价格通缩快于用量增长	中	高	Q3 价格影响 US$600m；Fable 5.2 再降 20%
循环融资与关联交易	中	中高	供应商同时是股东、贷款人和配售方；需穿透净外部需求
治理与控制权	确定	中	PBC＋长期利益信托（LTBT）董事选举权逐步扩大；Class N 无投票权；公众股东经济权与控制权不对称

风险	可能性	影响	说明与缓释
监管/安全事件	中	高	系统卡披露评估意识与隐蔽能力；中期选举后监管预期变化
上市后供给与解禁	高	中	锁定期条款尚待最终招股书；参照 SpaceX 上市后回撤
市场环境	高	中	SOX 处于剧烈回调期；IPO 规模已下调
汇率（非美元投资者）	确定	低–中	以美元计价；非美元投资者需承担汇率波动

十、参与路径与监测指标

10.1 参与路径（供参考）

1. **定价前（至 2026 年 11 月中下旬）：**确认最终区间是否调整；获取最终招股书中的锁定期、主要股东表和 Class N 条款；投资者可预先设定可接受的价格上限与额度。
2. **定价与上市：**严格执行价格纪律；不在首日追高；记录首日与 30 日表现。
3. **上市后 90 天：**以首份季报验证三项指标（收入环比增量、算力/收入、价格影响）；据此决定第二批建仓。
4. **组合层面：**将 ANT 视为 AI 资本开支链条的“高贝塔中枢”；避免与 NVDA、AVGO、CRWV 等形成过度同向暴露，单一主题敞口设定上限。

10.2 监测仪表盘

指标	当前读数	警戒线	频率
收入环比增量	US$5.4bn（Q3）	连续两季下降	季度
算力与基础设施/收入	58%	>65%	季度
价格下调对收入的影响	约 US$600m	>US$1bn/季	季度
$100k+客户数 / NRR	>11,900 / ~900%	NRR<300%	季度
12 个月到期承诺 / 可用资金	约 0.32x	>0.6x	季度
SOX 相对 ANT	—	相关性>0.8 且同步下跌	每周
云厂商 2027 年资本开支指引	Alphabet：显著增加	任一家下调	财报季

资料来源

[1] Anthropic, “Anthropic launches roadshow for proposed initial public offering”, 10 Nov 2026 — anthropic.com/news/roadshow-launch
[2] SEC Form S-1/A（Amendment No.2）, 10 Nov 2026 — sec.gov/Archives/edgar/data/2130357/000162828026072484/
[3] SEC Form S-1/A（Amendment No.1）, 2 Nov 2026 — sec.gov/Archives/edgar/data/2130357/000162828026068676/
[4] CNBC, “Anthropic sets price range of $70 to $78 in upcoming IPO”, 10 Nov 2026
[5] TradingKey / Reuters, Anthropic cuts IPO size to $64.4bn, 10 Nov 2026
[6] Technology.org / Reuters, retracted $70–80 pricing, 10 Nov 2026
[7] Sacra; sec-api.io, Anthropic S-1/A analysis, 5 Nov 2026
[8] Dealroom, Anthropic amended S-1: commitments by counterparty, Nov 2026
[9] SaaStr, “5 learnings from Anthropic at $17bn quarterly revenue”, Nov 2026
[10] CNBC, “Anthropic releases Claude Fable 5.2 and Claude Mythos 5.2”, 9 Nov 2026; The Next Web, 9 Nov 2026
[11] TechCrunch, “Anthropic releases new Mythos and Fable models amid RSI concerns”, 9 Nov 2026
[12] Walnut AI Capex Tracker（SEC 10-Q 数据）, 8 Nov 2026; Tech Startups（FrontierCode 2.0）, 10 Nov 2026
[13] 24/7 Wall St / AlphaMaven, PHLX Semiconductor Index, 5–6 Nov 2026
[14] Bloomberg/Reuters via Tech Insider, OpenAI $1.25tn round, 6 Nov 2026
[15] Wikipedia, Initial public offering of SpaceX
[16] Reuters, Amazon and Google windfall from Anthropic IPO, 10 Nov 2026
[17] Zoom Form 10-Q, quarter ended 31 Jul 2026
[18] Reuters via BlackRidge Research, Broadcom financing up to $42bn, Oct 2026
[19] Crypto Briefing, Google option for $10bn Class N stock, Oct 2026

[20] Renaissance Capital, US IPO Market 2Q 2026 / 3Q 2026 Quarterly Review; Renaissance IPO Center
[21] Seeking Alpha（FT 引述）; The Daily Upside, valuation expectations, 9–10 Nov 2026
[22] Reuters via The Star, AI stocks reaction to S-1, 26 Oct 2026
[23] Amazon Form 10-Q（2026-07-31）, as summarised by AllMind
[24] Uniqus, “The Open Window” — 40 largest US IPOs since 2025, Nov 2026
[25] PwC, US Capital Markets Watch Q3 2026
[26] The Motley Fool / IPOScoop / TechCrunch, SpaceX first-day trading, 12–17 Jun 2026
[27] interactive investor, “10 of the biggest IPOs on Wall Street in 2026”; Infinitus Wealth; Daman Markets（Cerebras）, 2026
[28] Kadenwood Capital / Tobiamure, summaries of Renaissance Capital 3Q 2026 data, Oct 2026

重要声明

本报告仅提供一般性信息（General Advice），供客户及内部同事参考，未考虑任何个人的投资目标、财务状况或需求。在作出任何投资决定前，读者应考虑相关信息是否适合自身情况，阅读最新有效的招股说明书，并在必要时寻求独立的财务、税务及法律意见。本报告不构成购买、出售或认购任何证券的要约或邀请，亦非目标价或收益承诺。

本报告数据来源于 SEC 申报文件、公司公告及新闻报道。截至发布日，Anthropic 的注册声明尚未生效，发行条款、时间表及配售安排可能发生变化。情景估值、产业链评分及相对观点均为基于假设的分析判断，可能与实际结果存在重大差异。部分数据（如 10 月年化收入、OpenAI 估值、对手方承诺拆分）来自媒体报道，未经独立核实。过往表现不代表未来表现。