Anthropic 三表估值模型

$2 兆需要相信什么（v2.2 审计版）

估值日 2026-12-31（IPO 前）｜口径：含募资后完全稀释权益值｜显性预测期 2026 – 2035｜金额单位 $B（十亿美元）

模型档 Anthropic_3S_Valuation_Model.xlsx（11 张工作表，含资产负债表与现金流量表勾稽）；引擎 engine.py，假设全显式、可改

资料基准日 2026-11-03；路演数字未经审计、公司自选口径，全文视为 [EST]。作者：Stanley Choi

0 一句话结论

$2 兆几乎等于要求整条路演曲线成立：它对应的 2030 年营收是 $935B——路演自己预测 $1,120B 的 84%。证据本身（实测减速曲线＋承诺帐本）单独支持的估值约 $287B；机率加权后约 $893B；$1.9T 的要价隐含给路演路径约 34% 的实现机率，是证据价值的 6.6 倍。

1 先调节披露口径：三个「矛盾」其实是一套经济学

路演同时宣称：调整后毛利 85%、算力利润率超过 40%（每 $1.00 算力产出 $1.70 营收）、七至七成半算力用于训练。用 Q3 实际营收 $16.956B 重建：

项目	金额 ($B)	占营收
营收	16.956	100%
总算力成本（= 16.956 / 1.72）	9.863	58%
— 训练算力（75%，入 R&D;）	7.431	44%
— 推论算力（入 COGS）	2.432	14%
调整后 COGS（85% 毛利隐含）	2.432	14%
调整后营业利益（11%）	1.87	11%

推论算力（14%）≈ 调整后 COGS（14%）——三个数字完全自洽。代价是：41% 的「算力利润率」其实是全口径毛利，而「85% 毛利」之所以成立，是因为把七成算力记成了 R&D;。若模型竞赛迫使训练投入维持在营收四成以上，这个毛利结构永远转不成经营杠杆。

2 试金石的量化：承诺刚性把利润率压成什么

$895.4B 承诺（2030 年前 $447.5B）、约 87% 不可取消，按产能爬坡排出年度偿付曲线；偿付额超过情境算力用量的部分（被迫多付）直接进入经营损益。压力情境（S3）下：

$B	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
被迫多付（锁定付款＞用量）	0	40.0	60.3	76.5	88.0	56.3	51.6
调整后营业利益（含被迫多付）	5.9	-35.4	-57.1	-75.1	-88.0	-57.6	-52.2
真实 FCFF（再计 SBC＋融资）	-1.7	-44.1	-66.6	-87.6	-100.8	-70.2	-64.5

2030 年，一家帐面营业利润率 11% 的公司，在承诺刚性下变成 FCFF 为 -$1,008 亿、超过当年营收（$670 亿）的现金机器；帐面权益于 2028 年转负（技术性破产），此后靠注资与 8% 成本的债务维持经营。「正 FCF」与「$518B 承诺」不能分开读，这就是算术形式。共识路径下 2026 年 FCFF 为 -$0.1B——勉强打平，毫无缓冲；「调整后获利」的缓冲全部来自把 SBC 与承诺偿付留在口径之外。

3 三个情境的完整路径

	S1 路演照单全收	S2 共识（实测减速）	S3 循环压力
2030 营收	$1,120B（公司预测）	$175B（S 曲线）	$67B（开源通缩）
2035 营收	$2,486B	$314B	$71B
2035 FCFF	~$620B	$41B	-$26B（帐面破产）
股权价值（WACC 10.5%）	$5.1T	$287B	$0（重整地板）
隐含 2026 ARR 倍数	74x	3x	—

S2 收入曲线锚定实测：ARR 月复合增速 2026 年 2 – 7 月 32%、8 月起 2%（打击蒸馏、OpenAI 反攻、Meta 与 Microsoft 削减内部 Claude 支出、价格战），2027 年假设温和回升后逐年减速（+49%→+40%→+32%→+25%⋯→+7%），2030 年为路演数的 16%。S1 的 2031 – 35 用减速外推。

4 反向 DCF：$2T／$1.5T／$1T 各需要什么

从 S2 共识路径反解（WACC 10.5%、终值永续成长 3%）：

需要什么才能达到	$2.0T	$1.5T	$1.0T
2030 营收（共识 $175B）	×5.34 → $935B	×3.99 → $699B	×2.64 → $462B
或 WACC 降到	4.6%	5.1%	6.2%
或营业利润率每年加	+40pp（撞 60% 上限）	+40pp（撞上限）	+27pp（2030 达 49%）
或 2027 – 35 FCFF 恒为	$174B/年	$129B/年	$85B/年
或路演路径只需实现	39%（2030 = $438B）	29%（$329B）	20%（$224B）

解读：$1.0T 需要 2030 营收 $462B（共识的 2.6 倍）、6.2% 的折现率、或 49% 的营业利润率——三者都不荒谬，但每一项都比实测外推更乐观，这是可辩护的天花板。$1.5T 开始需要利润率或折现率上的奇迹（反解在利润率维度撞 60% 上限）。$2.0T 对应的 $935B 营收几乎就是路演预测本身（其 84%）——这个估价假设路演曲线八成会实现，而实测减速曲线说的不是这样。

5 Best estimate

情境	股权价值	主观机率	依据
S1 路演大致成立	$5,093B	15%	需要 2030 营收 $1.1T＝2026 的 16 倍，且 Mag7 capex 池与外部付费能力同时不设限
S2 共识减速	$287B	45%	实测减速曲线＋企业 AI 支出仍在扩张＋锁定容量优势
S3 循环压力	$0	40%	开源替代＋价格通缩＋客户集中＋承诺刚性；信用数据（Oracle CDS 261bp、私募信贷设闸）支持此权重
机率加权	≈ $893B		要价 $1.8 – 2T 隐含 ~34% 机率给路演路径

Best estimate：$2,900 – 4,500 亿（S2 为锚、上下放宽），机率加权值 $8,930 亿视为情绪容许路演占三分之一权重时的均衡价。证据值 $287B，要价 $1.9T 是它的 6.6 倍——这不是基本面定价，是对一条成长曲线的机率销售。

6 假设证据分级

等级	项目
A 实测	Q1 – Q3 2026 营收（4.731 / 11.555 / 16.956）、FY25 营收 4.585／营业亏损 8.060／净损 41.965／算力 7.326、ARR 曲线（月增 32%→2%）、承诺总额 895.4（2030 前 447.5）

B 路演自报（未审计）	85% 毛利、11% 营业利润率、$1.70/$1.00、NRR 900%、80% 不可取消、2030 预测 $1,120B
C 模型推断	训练占比 72.5%、SBC 占营收 9%、IPO 募资 $30B、2031 – 35 外推、WACC 10.5%、终值 g 3%、算力强度 50 – 62%

7 资金与 plug 政策（显式假设）

三表以权益注资为 plug 帐户：现金流量表每年先量测「现金（含 15%×当年营收的最低现金底线）与本年 FCFF 的缺口」，缺口的 50% 以债务融资（上限 S1 $300B／S2 $60B／S3 $35B——S3 上限反映私募信贷设闸），余额全部记为权益注资。债务成本 8%（AI 基建私募信贷定价：CoreWeave A3 SOFR+225bp、垃圾级 9 – 15%）；现金税率 21%（联邦，州税并入 NOL 保守处理）；注资按帐面平价入帐、不模型化折价轮——代价是压力情境的帐面权益于 2028 年转负（诚实呈现技术性破产），估值端另行将 S3 权益地板设为 0。三个情境的 plug 使用量：S1 为零（从未触发）、S2 十年合计债务 $24B、注资 $24B；S3 十年合计注资 $419B＋债务 $35B（触及上限）。

8 质量门报告（v2.1 审计结果）

质量门	结果
资产负债表平衡（A = L + E，逐情境逐年）	PASS（最大偏差 4.6e-13）
资金 plug 政策显式化	PASS（最低现金 15%×营收；缺口先债后股；plug＝权益注资，逐列可见于 CF_BS 表）
现金流与损益勾稽（CFO+CFI+CFD = Δcash）	PASS（由恒等式保证）
工作簿公式 vs 引擎逐格核对（3 情境 × 10 年）	PASS（v2 交叉不一致 = 0）
假设与计算分层	PASS（Assumptions 表独立，计算层引用假设层）
口径一致性	PASS（全模型调整后口径＝ex-SBC；SBC 在 FCFF 计为现金等价、在权益计为 APIC）
终值占比披露	S2 与 S1 均 68%——依赖终值假设，已列 WACC 8 – 13% 敏感性
v1→v2.1 审计修正	删除无依据的 D&A; 加回（虚增 FCFF $5 – 12B/年）；统一营运资金口径；注资记入权益；债务成本与税率按 2026 年市场实况校准

9 模型没有处理的（诚实声明）

稀释路径：SBC 以现金等价计入 FCFF 并在权益计为 APIC，但 IPO 后实际股本扩张（权证、收购、后续轮次）未逐笔建模。SPV/租赁的破产隔离：供应商融资仅作披露，未建模「融资方回购/追索」的第二阶段传染。交叉审计：Anthropic 与 OpenAI 的承诺互为对方的需求假设（合并冲销逻辑）；本模型是单体视角。所有路演输入未经审计，「调整后」的调整项由公司自选（官方未列明）。

10 免责声明

本模型与本报告仅为财务分析与教学用途，不构成投资建议、目标价推荐或投资评级。所有前瞻性数字均为基于显式假设的估算 [EST]，实际结果可能因公司披露、市场环境与假设实现程度而重大差异。

模型：engine.py（纯 stdlib，确定性，含逐年平衡校验）＋ build_xlsx.py；工作簿公式链逐格验证与引擎一致。v2.2 产出 2026-11-03。Stanley Choi · Queensland University of Technology