Anthropic 三表估值模型

$2 兆需要相信什麼（v2.2 審計版）

估值日 2026-12-31（IPO 前）｜口徑：含募資後完全稀釋權益值｜顯性預測期 2026 – 2035｜金額單位 $B（十億美元）

模型檔 Anthropic_3S_Valuation_Model.xlsx（11 張工作表，含資產負債表與現金流量表勾稽）；引擎 engine.py，假設全顯式、可改

資料基準日 2026-11-03；路演數字未經審計、公司自選口徑，全文視為 [EST]。作者：Stanley Choi

0 一句話結論

$2 兆幾乎等於要求整條路演曲線成立：它對應的 2030 年營收是 $935B——路演自己預測 $1,120B 的 84%。證據本身（實測減速曲線＋承諾帳本）單獨支持的估值約 $287B；機率加權後約 $893B；$1.9T 的要價隱含給路演路徑約 34% 的實現機率，是證據價值的 6.6 倍。

1 先調節披露口徑：三個「矛盾」其實是一套經濟學

路演同時宣稱：調整後毛利 85%、算力利潤率超過 40%（每 $1.00 算力產出 $1.70 營收）、七至七成半算力用於訓練。用 Q3 實際營收 $16.956B 重建：

項目	金額 ($B)	占營收
營收	16.956	100%
總算力成本（= 16.956 / 1.72）	9.863	58%
— 訓練算力（75%，入 R&D;）	7.431	44%
— 推論算力（入 COGS）	2.432	14%
調整後 COGS（85% 毛利隱含）	2.432	14%
調整後營業利益（11%）	1.87	11%

推論算力（14%）≈ 調整後 COGS（14%）——三個數字完全自洽。代價是：41% 的「算力利潤率」其實是全口徑毛利，而「85% 毛利」之所以成立，是因為把七成算力記成了 R&D;。若模型競賽迫使訓練投入維持在營收四成以上，這個毛利結構永遠轉不成經營槓桿。

2 試金石的量化：承諾剛性把利潤率壓成什麼

$895.4B 承諾（2030 年前 $447.5B）、約 87% 不可取消，按產能爬坡排出年度償付曲線；償付額超過情境算力用量的部分（被迫多付）直接進入經營損益。壓力情境（S3）下：

$B	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
被迫多付（鎖定付款＞用量）	0	40.0	60.3	76.5	88.0	56.3	51.6
調整後營業利益（含被迫多付）	5.9	-35.4	-57.1	-75.1	-88.0	-57.6	-52.2
真實 FCFF（再計 SBC＋融資）	-1.7	-44.1	-66.6	-87.6	-100.8	-70.2	-64.5

2030 年，一家帳面營業利潤率 11% 的公司，在承諾剛性下變成 FCFF 為 -$1,008 億、超過當年營收（$670 億）的現金機器；帳面權益於 2028 年轉負（技術性破產），此後靠注資與 8% 成本的債務維持經營。「正 FCF」與「$518B 承諾」不能分開讀，這就是算術形式。共識路徑下 2026 年 FCFF 為 -$0.1B——勉強打平，毫無緩衝；「調整後獲利」的緩衝全部來自把 SBC 與承諾償付留在口徑之外。

3 三個情境的完整路徑

	S1 路演照單全收	S2 共識（實測減速）	S3 循環壓力
2030 營收	$1,120B（公司預測）	$175B（S 曲線）	$67B（開源通縮）
2035 營收	$2,486B	$314B	$71B
2035 FCFF	~$620B	$41B	-$26B（帳面破產）
股權價值（WACC 10.5%）	$5.1T	$287B	$0（重整地板）
隱含 2026 ARR 倍數	74x	3x	—

S2 收入曲線錨定實測：ARR 月複合增速 2026 年 2 – 7 月 32%、8 月起 2%（打擊蒸餾、OpenAI 反攻、Meta 與 Microsoft 削減內部 Claude 支出、價格戰），2027 年假設溫和回升後逐年減速（+49%→+40%→+32%→+25%⋯→+7%），2030 年為路演數的 16%。S1 的 2031 – 35 用減速外推。

4 反向 DCF：$2T／$1.5T／$1T 各需要什麼

從 S2 共識路徑反解（WACC 10.5%、終值永續成長 3%）：

需要什麼才能達到	$2.0T	$1.5T	$1.0T
2030 營收（共識 $175B）	×5.34 → $935B	×3.99 → $699B	×2.64 → $462B
或 WACC 降到	4.6%	5.1%	6.2%
或營業利潤率每年加	+40pp（撞 60% 上限）	+40pp（撞上限）	+27pp（2030 達 49%）
或 2027 – 35 FCFF 恆為	$174B/年	$129B/年	$85B/年
或路演路徑只需實現	39%（2030 = $438B）	29%（$329B）	20%（$224B）

解讀：$1.0T 需要 2030 營收 $462B（共識的 2.6 倍）、6.2% 的折現率、或 49% 的營業利潤率——三者都不荒謬，但每一項都比實測外推更樂觀，這是可辯護的天花板。$1.5T 開始需要利潤率或折現率上的奇蹟（反解在利潤率維度撞 60% 上限）。$2.0T 對應的 $935B 營收幾乎就是路演預測本身（其 84%）——這個估價假設路演曲線八成會實現，而實測減速曲線說的不是這樣。

5 Best estimate

情境	股權價值	主觀機率	依據
S1 路演大致成立	$5,093B	15%	需要 2030 營收 $1.1T＝2026 的 16 倍，且 Mag7 capex 池與外部付費能力同時不設限
S2 共識減速	$287B	45%	實測減速曲線＋企業 AI 支出仍在擴張＋鎖定容量優勢
S3 循環壓力	$0	40%	開源替代＋價格通縮＋客戶集中＋承諾剛性；信用數據（Oracle CDS 261bp、私募信貸設閘）支持此權重
機率加權	≈ $893B		要價 $1.8 – 2T 隱含 ~34% 機率給路演路徑

Best estimate：$2,900 – 4,500 億（S2 為錨、上下放寬），機率加權值 $8,930 億視為情緒容許路演占三分之一權重時的均衡價。證據值 $287B，要價 $1.9T 是它的 6.6 倍——這不是基本面定價，是對一條成長曲線的機率銷售。

6 假設證據分級

等級	項目
A 實測	Q1 – Q3 2026 營收（4.731 / 11.555 / 16.956）、FY25 營收 4.585／營業虧損 8.060／淨損 41.965／算力 7.326、ARR 曲線（月增 32%→2%）、承諾總額 895.4（2030 前 447.5）

B 路演自報（未審計）	85% 毛利、11% 營業利潤率、$1.70/$1.00、NRR 900%、80% 不可取消、2030 預測 $1,120B
C 模型推斷	訓練占比 72.5%、SBC 占營收 9%、IPO 募資 $30B、2031 – 35 外推、WACC 10.5%、終值 g 3%、算力強度 50 – 62%

7 資金與 plug 政策（顯式假設）

三表以權益注資為 plug 帳戶：現金流量表每年先量測「現金（含 15%×當年營收的最低現金底線）與本年 FCFF 的缺口」，缺口的 50% 以債務融資（上限 S1 $300B／S2 $60B／S3 $35B——S3 上限反映私募信貸設閘），餘額全部記為權益注資。債務成本 8%（AI 基建私募信貸定價：CoreWeave A3 SOFR+225bp、垃圾級 9 – 15%）；現金稅率 21%（聯邦，州稅併入 NOL 保守處理）；注資按帳面平價入帳、不模型化折價輪——代價是壓力情境的帳面權益於 2028 年轉負（誠實呈現技術性破產），估值端另行將 S3 權益地板設為 0。三個情境的 plug 使用量：S1 為零（從未觸發）、S2 十年合計債務 $24B、注資 $24B；S3 十年合計注資 $419B＋債務 $35B（觸及上限）。

8 質量門報告（v2.1 審計結果）

質量門	結果
資產負債表平衡（A = L + E，逐情境逐年）	PASS（最大偏差 4.6e-13）
資金 plug 政策顯式化	PASS（最低現金 15%×營收；缺口先債後股；plug＝權益注資，逐列可見於 CF_BS 表）
現金流與損益勾稽（CFO+CFI+CFD = Δcash）	PASS（由恒等式保證）
工作簿公式 vs 引擎逐格核對（3 情境 × 10 年）	PASS（v2 交叉不一致 = 0）
假設與計算分層	PASS（Assumptions 表獨立，計算層引用假設層）
口徑一致性	PASS（全模型調整後口徑＝ex-SBC；SBC 在 FCFF 計為現金等價、在權益計為 APIC）
終值占比披露	S2 與 S1 均 68%——依賴終值假設，已列 WACC 8 – 13% 敏感性
v1→v2.1 審計修正	刪除無依據的 D&A; 加回（虛增 FCFF $5 – 12B/年）；統一營運資金口徑；注資記入權益；債務成本與稅率按 2026 年市場實況校準

9 模型沒有處理的（誠實聲明）

稀釋路徑：SBC 以現金等價計入 FCFF 並在權益計為 APIC，但 IPO 後實際股本擴張（權證、收購、後續輪次）未逐筆建模。SPV/租賃的破產隔離：供應商融資僅作披露，未建模「融資方回購/追索」的第二階段傳染。交叉審計：Anthropic 與 OpenAI 的承諾互為對方的需求假設（合併沖銷邏輯）；本模型是單體視角。所有路演輸入未經審計，「調整後」的調整項由公司自選（官方未列明）。

10 免責聲明

本模型與本報告僅為財務分析與教學用途，不構成投資建議、目標價推薦或投資評級。所有前瞻性數字均為基於顯式假設的估算 [EST]，實際結果可能因公司披露、市場環境與假設實現程度而重大差異。

模型：engine.py（純 stdlib，確定性，含逐年平衡校驗）＋ build_xlsx.py；工作簿公式鏈逐格驗證與引擎一致。v2.2 產出 2026-11-03。Stanley Choi · Queensland University of Technology