2026 年 11 月 11 日

证券研究报告•行业研究•传媒

AI 系列之模型速评：Anthropic

Anthropic 启动 IPO 路演，Fable 5.2 登顶第三方智能榜单

投资要点

- **事件：**11 月 9 日，Anthropic 发布新一代旗舰模型 Claude Fable 5.2 及 Claude Mythos 5.2。Fable 5.2 当日线 Claude 各付费订阅及 API，标准定价较上一代 Fable 5.1 下调 20%。11 月 10 日，Anthropic 向 SEC 递交更新版招股书并正式启动 IPO 路演，拟以每股 70－78 美元发行 8.25 亿股 A 类普通股，按区间上限募资约 643.5 亿美元，拟在纳斯达克上市（代码 ANT）。

- **距上一版仅两个月，Fable 5.2 定位“最难的技术任务”，速度提升约 30%。**Fable 5.2 与 Mythos 5.2 为同一底层模型：Fable 带有更严格的网络安全与生物安全护栏，面向公众开放；Mythos 仅向通过审核的网络安全与生命科学机构开放。上一版 Fable 5.1 发布于 9 月 1 日，本次迭代间隔约两个月。官方将 Fable 定位于最具挑战性的开放式技术工作，日常编程与知识工作仍建议优先使用 Opus 5.5。性能方面，Fable 5.2 输出速度较 5.1 最高提升 30%，并新增可选的 Fast 模式（生成速度最高 2.5 倍）；对正常请求的误拦截较 5.1 减少约 55%。渠道方面，Fable 5.2 已上线 Claude Platform 以及 AWS、Google Cloud、Microsoft Foundry。订阅端按档位区分：Max、Ultra 以及 Team、Enterprise 的高级席位在套餐内直接包含 Fable，上限为周额度的 50%；Pro 与标准 Team 席位平时需消耗按量付费额度（Usage Credits）调用，仅在 11 月 9 日至 16 日的首发周内纳入套餐，同样以周额度的 50% 为限，之后恢复按量付费。

- **能力层面，Fable 5.2 在编程、科研、机器人等多数官方评测中领先，第三方综合榜单位列第一。**据 Anthropic 官方评测，Fable 5.2 在智能体编程 FrontierCode 2.0 上得分 49.1%（Xhigh 档位），高于 Opus 5.5（45.5%）、GPT-6 Astra（42.8%）和 Gemini 4 Carbon（41.1%），较 Fable 5.1（32.4%）提升明显；机器人控制 RoboDojo Sim 得分由 27.6% 升至 64.9%，知识工作 Remote Labor Index 由 17.9% 升至 41.3%。但并非全面领先：业务流程自动化 AutomationBench 上 Fable 5.2（51.4%）低于 Gemini 4 Carbon（53.9%），AA-Briefcase Elo（1785）略低于自家 Opus 5.5（1800）。第三方方面，据 Artificial Analysis，Fable 5.2 以 65 分位居其综合智能指数 v5 第一，领先 Gemini 4 Carbon（60）、Claude Opus 5.5（59）、GPT-6 Astra（57），较 Fable 5.1（49）高出约 16 分，并在 9 项子评测中的 5 项排名第一。

- **官方同步披露多项标志性案例，指向长程自主任务能力。**据 Anthropic 披露，由 1000 个 Fable 5.2 智能体组成的团队在 30 小时内完成费马大定理的形式化证明（此前首次形式化耗时 11 天，同样配置下 Opus 5.5 在 18 小时内仅完成 26%）；模型解决了两个黑洞物理领域的未决问题；根据一段文字提示设计出三款可正常工作的电子设备；目前 Anthropic 核心代码库中超过 90%的合并代码由 Claude 在人工指导下编写。

- **标准定价下调 20%至 $8/$40，但最高档位的单任务成本不降反升。**Fable 5.2 每百万 tokens 输入/输出价格为 $8/$40，Fable 5.1 为 $10/$50；Fast 模式定价翻倍，为 $16/$80。需要注意的是，单价下调不等于使用成本下降。据

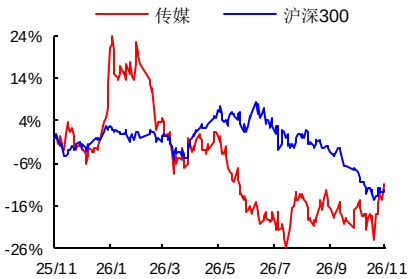
西南证券研究院

分析师：苟宇睿
执业证号：S1250524030001
电话：15882659190
邮箱：gyr@swsc.com.cn

分析师：潘妍洁
执业证号：S1250525100002
电话：023-65796461
邮箱：panyj@swsc.com.cn

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	129
行业总市值(亿元)	16,031.13
A 股市值(亿元)	15,925.56
行业市盈率 TTM	40.4
沪深 300 市盈率 TTM	13.4

相关研究

1. 传媒行业 2026 年 Q4 投资策略：Agent 迭代成熟，看好 AI 影视和 AI 营销 (2026-10-13)
2. 传媒行业 2026 年投资策略：AI 应用全面开花，游戏电影持续复苏 (2026-01-26)

Artificial Analysis 测算，Fable 5.2 在 Max 档位下完成其指数评测的单任务平均成本约 $26.5，高于 Fable 5.1 同档位的约 $13，原因是模型在最高档位消耗更多 tokens。**性价比主要体现在中低档位：**官方数据显示，Fable 5.2 在 High 档位的 FrontierCode 2.0 得分（45.3%）与 Opus 5.5 的 Max 档位（45.5%）基本持平，单任务成本约为后者一半。

- **第三方机构确认榜单领先，企业客户反馈集中在长任务的自主完成度。**第三方评测机构 Artificial Analysis 指出，Fable 5.2 的 High、Xhigh、Max 三个档位包揽其智能指数前三，其中 High 档位（62 分）在超过 Opus 5.5 Max 档位的同时输出 tokens 减少约 40%。据 Anthropic 官方页面披露的客户反馈：Uber 工程师表示模型用约 170 个审查智能体完成了一次 10－12 小时的安全审计；Shopify 工程师称多数情况下可以直接交办任务并信任其完成；Snowflake 称其在公司开源数据工程基准上为已测模型中最强；量化机构 Jump Trading 称其在内部基准上的误差比次优模型低 10%。

- **IPO 路演启动，发行区间对应完全摊薄估值约 1.26－1.41 万亿美元，计划 11 月 19 日挂牌。**发行条款方面，据 Anthropic 11 月 10 日递交的招股书修订稿，发行价区间为每股 70－78 美元，发行 8.25 亿股 A 类普通股（其中新股约 8.01 亿股、老股约 0.24 亿股），按区间上限募资约 643.5 亿美元；此外，谷歌、英伟达、AMD、博通、美光、微软、台积电 7 家合作伙伴将按发行价同步认购 260 亿美元，两项合计约 903.5 亿美元。估值方面，按完全摊薄口径，发行区间对应估值约 1.26－1.41 万亿美元，中值约 1.33 万亿美元；若仅按发行后约 131 亿股已发行股本计算，对应市值约 0.92－1.02 万亿美元。时间方面，路演于 11 月 10 日启动，据 CNBC 援引知情人士，公司计划 11 月 18 日定价、11 月 19 日开始交易，公司尚未正式确认上市日期。

- **我们认为：**1）头部厂商的旗舰模型迭代周期已压缩至约两个月，能力提升的同时标准单价下调，但最高档位 tokens 消耗增加，厂商实际单任务收入未必下降；2）竞争维度正在从“榜单分数”延伸到“同等效果下的 tokens 效率”，中低推理档位的性价比成为官方与第三方共同强调的卖点；3）千级智能体协作、数十小时连续任务等案例显示，长程自主任务的 tokens 消耗量级远高于对话场景，对算力需求的拉动值得持续跟踪；4）估值较传闻下修，主要是市场环境与定价策略所致，而非基本面转弱。Anthropic 的市场预期估值由 10 月初的约 2 万亿美元，降至投资者沟通会后约 1.5 万亿美元，再到本次发行区间中值约 1.33 万亿美元，较最高传闻下修约三分之一。我们认为原因有三：一是市场环境，美国中期选举后 AI 板块大幅回调，11 月 5 日纳斯达克单日市值蒸发约 2.5 万亿美元，潜在认购方要求更高折价；二是公司披露财务数据后，投资者关注三季度收入环比增速放缓，以及招股书披露的近万亿美元算力相关承诺；三是数据中心建设面临的政策不确定性上升。但我们认为 Anthropic 上市后整体估值仍有支撑，因为其三季度收入约 170 亿美元，同比增长 1126.9%；算力成本占收入比重由上年同期的 172% 降至 57%，可见公司经营杠杆开始体现。此外，Fable 5.2 发布并登顶第三方榜单，模型能力领先仍是其估值的基础。

- **风险提示：**大模型迭代不及预期风险；行业竞争加剧风险；海外监管及出口管制政策变化风险；第三方评测口径变化导致数据不可比风险。

图 1：Anthropic 官方评测：前沿大模型多基准能力横向对比

	Fable 5.2	Fable 5.1	Opus 5.5	GPT-6 Astra	Gemini 4 Carbon
Agentic coding FrontierCode 2.0	**49.1%** Xhigh effort	32.4% Xhigh effort	45.5%	42.8%	41.1% Medium effort
Agentic coding FrontierSWE v2	**69.9%**	56.3%	62.3%	65.5%	61.2%
Business workflows AutomationBench	51.4%	31.4%	42.5%	41.4%	**53.9%**
Agentic scientific research Terminal-Bench-Science 0.1	**74.6%** 75.3% (Mythos 5.2)	52.6%	58.7%	68.1%	64.8%
Cybersecurity CyScenarioBench†	**76.3%** Mythos 5.2	61.7% Mythos 5.1	67.6% without safeguards	61% GPT-6 Cyber	—
Cybersecurity CVE Rediscovery	**89.6%** Mythos 5.2	78.3% Mythos 5.1	81.3% without safeguards	—	—
Protein design De novo binder design (24 hr)	**85.1%** Mythos 5.2	79.1% Mythos 5.1	82.6% without safeguards	—	—
Agentic search WANDR (relaxed score)	**82.1%**	68.7%	72.3%	—	—
Computer use OSWorld 2.1 (offline set, partial)	**89.3%**	83.5%	87.2%	79.5%	81.5%
Robotics RoboDojo Sim‡	**64.9%**	27.6%	39.4%	29.8%	—
Knowledge work AA-Briefcase v1.1	**66.1%** rubric	61.5% rubric	61.2% rubric	52.0% rubric	61.8% rubric
	1785 Elo	1669 Elo	**1800** Elo	1569 Elo	1611 Elo
Knowledge work Remote Labor Index (RLI)	**41.3%** High effort	17.9%	21.3%	20.8%	—
Multidisciplinary reasoning Humanity's Last Exam (with tools)	**74.2%**	65.6%	67.7%	57.2%	—
Visual chart recognition Chartography (no tools)	**73.4%**	44.8%	64.4%	71.0%	72.5%

For details on evaluation methodology, see the Claude Fable 5.2 and Claude Mythos 5.2 System Card. Scores for Fable 5.2, Fable 5.1, and Opus 5.5 show results with safeguards on unless otherwise noted. All scores show each model's highest-available effort unless otherwise noted. † On CyScenarioBench, each lab's scores are based on unique tasks. ‡ RoboDojo Sim shows the highest-available effort and was run internally.

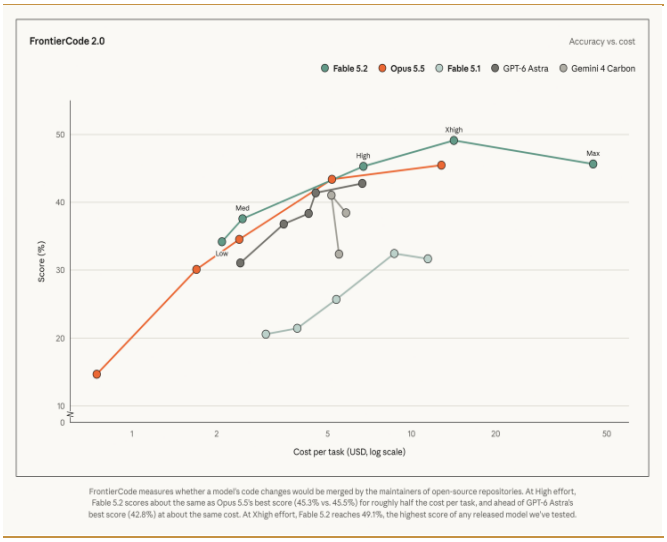
数据来源：Anthropic，西南证券整理；注：各模型取最高可用推理档位，Gemini 4 Carbon 的 FrontierCode 成绩为 Medium 档；RoboDojo Sim 为 Anthropic 内部运行。

表 1：Anthropic 部分模型定价

模型	输入价格（$/MTok）	输出价格（$/MTok）
Fable 5.2	8	40
Fable 5.1	10	50
Fable 5.2	10	50
Opus 5.5	4	20
Sonnet 5.5	2	10

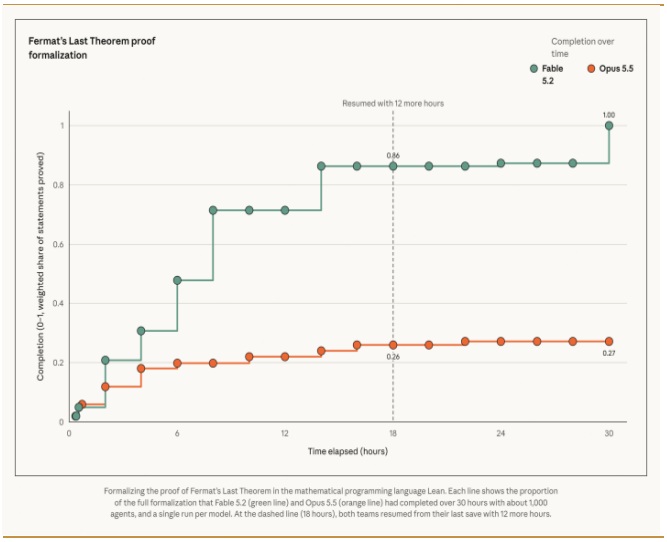
数据来源：Anthropic，西南证券整理

图 2：FrontierCode 2.0：各模型准确率与单任务成本对比



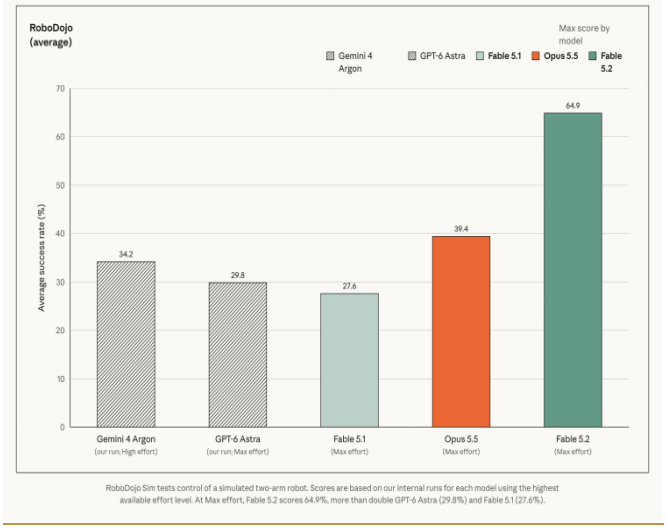
数据来源：Anthropic，西南证券整理

图 3：Anthropic 官方评测：费马大定理形式化证明任务完成度随时间变化（Fable 5.2 vs Opus 5.5）



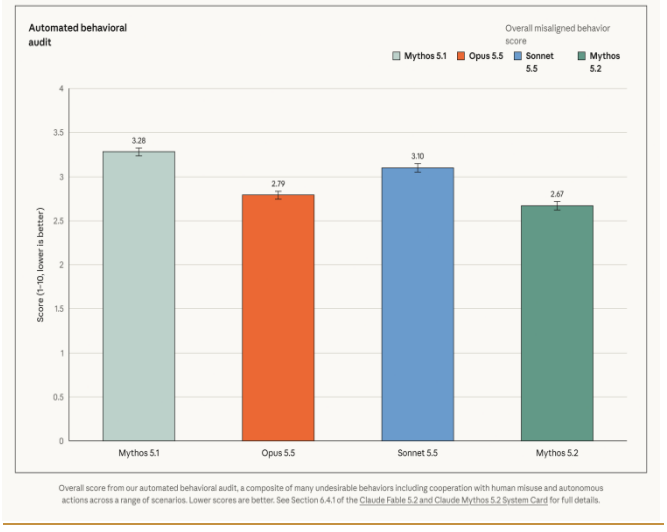
数据来源：Anthropic，西南证券整理

图 4：Anthropic 官方 RoboDojo 评测：各模型机器人任务平均成功率对比



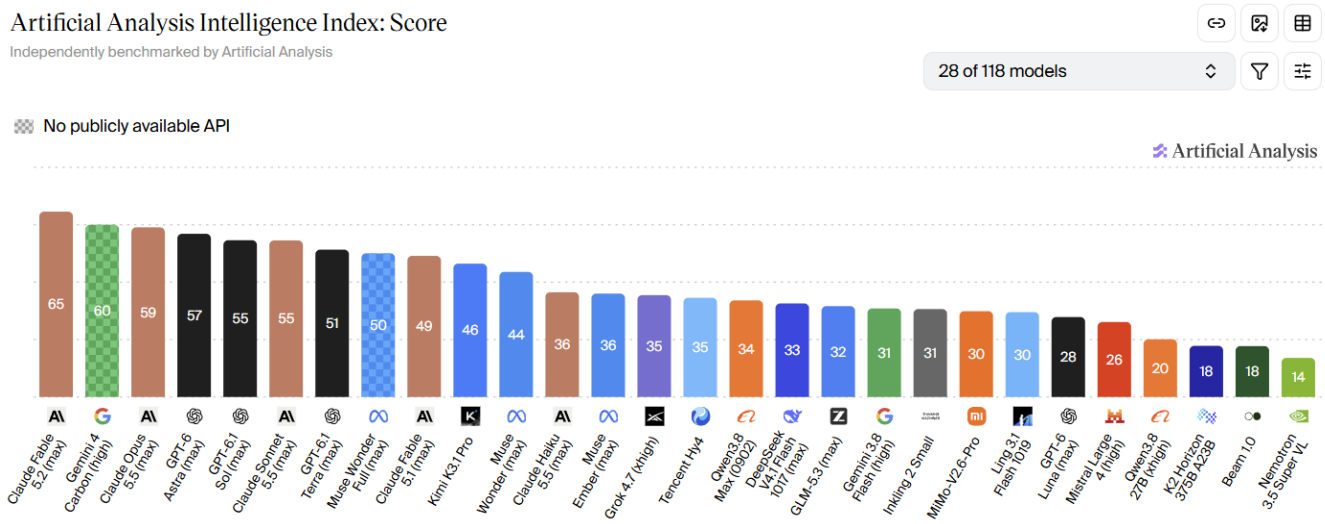
数据来源：Anthropic，西南证券整理

图 5：Anthropic 自动化行为审计：模型未对齐行为综合得分对比（分数越低越好）



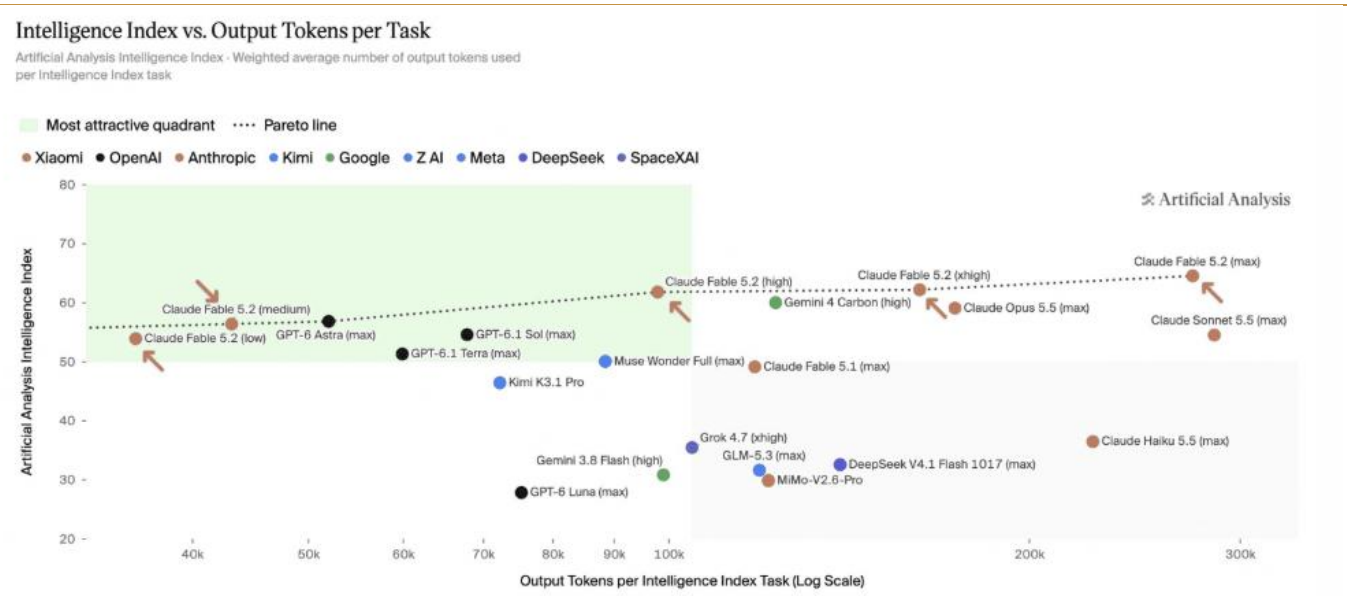
数据来源：Anthropic，西南证券整理

图 6：Artificial Analysis 智能指数评分



数据来源：Artificial Analysis，西南证券整理

图 7：Artificial Analysis 大模型智能指数-成本散点图



数据来源：Artificial Analysis，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	李逸凡	销售岗	13906354066	liyf@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn