

两场上市，钱从哪里来

Anthropic、SpaceX与资本重新排队的逻辑

科普写作 · 单代理逐章写作、复读评审与发布

导读

Anthropic、SpaceX与资本重新排队的逻辑

你有一百元，准备买一家新上市公司的股票。钱交出去以后，它去了哪里？如果答案是“被股市吸走了”，故事恰好在最值得追的地方停住了。它可能进入公司的银行账户，再付给芯片商、电力公司或工程师；也可能进入卖出旧股的股东口袋。收款人不同，整个解释就不同。

这本书从一个具体问题出发：Anthropic与SpaceX的上市资金安排有什么相似，哪些公司可能受损，认购的钱又从哪里来？我们把它拆成一条可以追踪的链：投资者准备现金，公司取得资金，供应商提供能力，客户支付费用，最后检验收入能否支撑下一轮投入。

先放好时间坐标：资料核对截至2026年10月27日。SpaceX已完成上市融资；Anthropic刚公开提交上市文件，发行股数和价格区间尚未确定。因此，本书比较的是已完成案例与拟议发行的融资机制，不把两者写成同时完成的两笔交易。

前两章辨认收款人、公司资产和投入周期；第三、四章追踪现金来源与融资通道；第五、六章分析可能承压的企业和供应商的双面利益；最后两章用假设账本与实际融资路径，建立一套可持续更新的读法。想直接看“哪些公司可能受损”，可以从第五章进入，再回头核对前面的机制。

大白话

整本书追问的不是“谁喊出了最大的数字”，而是“这笔钱让谁获得时间，又让谁接过风险”。

书中公司公告与监管文件的事实会注明来源；报道中的未完成事项保留其不确定性；算术例子明确标成假设；对公司受影响的判断列出条件。这里没有一张保证涨跌的名单，因为股价、融资与经营是三本不同的账。把它们分开，才有可能在下一条大新闻出现时，不被同一个数字骗两次。

事实入口

Anthropic上市公告：<https://www.anthropic.com/news/s1-sec>

SpaceX季度报告：

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1181412/000162828026052535/spcx-20260630.htm>

第1章 · 先找到钱的收款人

看到一家公司值一万亿美元，最容易产生的错觉，是觉得有人刚刚往它的账户打进了一万亿美元。其实，这像一栋楼最后卖出一间房，就给全楼按同样单价贴上价签。价签很大，收款却只来自实际成交的那一间。要比较 Anthropic 和 SpaceX 的上市，第一件事不是猜谁更贵，而是找到收款人。

先把日历放在桌上

本书的事实截止日是2026年10月27日。Anthropic 在10月26日宣布提交了S-1注册文件，也就是向美国证券监管机构递交公开发行所需的公司说明书。公司公告明确说，发行股数和价格区间尚未确定。因此，“准备上市”不能写成“已经收到上市融资”。有关最终募资额的市场猜测，也不能填进公司的现金账。资料见章末来源一。

SpaceX 则处在另一阶段。它截至2026年6月30日的季度报告披露：6月完成首次公开发行，包含追加配售，共发行约6.389亿股，每股135美元，扣除费用后的净募集资金为856.75亿美元。这里不是估值，是已经完成发行所带来的净收入。资料见来源二。两家公司可以比较筹资逻辑，但不能把一个待定数字与一个已结算数字并排，假装精度相同。

三个看起来相近的钱袋

IPO，就是公司第一次向公众发行股票。通常要分开看三个钱袋。公司发新股，买方的钱进入公司；原股东卖自己的旧股，钱进入原股东；股票上市后在投资者之间交易，钱一般进入卖方账户。这三件事都可能出现在上市前后，却有完全不同的收款人。

做个纯粹的算术例子。某公司原来有90股，每股定价10元，新发10股。它收到100元，发行后共有100股，按发行价算值1000元。市值就是股价乘股票数量所得到的整体市场标价。这里的1000元既不是当日融资额，也不是公司账户余额。若原股东另卖5股，他还会收到50元，但那50元不会自动成为公司的研发预算。

再过一天，股票涨到12元，市值变成1200元。公司没有因为这次上涨就又收到200元。上涨可能使它下一次融资更容易，却不能直接拿去支付今天的电费。要把股价转成可支出的现金，仍需要发行、借款或其他具体交易。

估值是整家店的标价；融资额是这次收了多少；现金余额是抽屉里现在有多少。三个数字不能互相顶替。

发行规模也有两个口径

即使确定是在发新股，还要区分募集总额和募集净额：前者是投资者交来的钱，后者扣掉承销等发行成本。承销商是协助安排股票销售的金融机构，不是凭空赠送钱给公司的赞助人。SpaceX的净额比总额少，正是因为筹资本身也有费用。读新闻时遇到不同数字，先找口径，不必立即认定其中一方造假。

上述小公司的例子还藏着一个代价。原股东从拥有全部90股，变成拥有100股中的90股，占比降到90%。这叫稀释，意思是同一块饼多了分食的人。不过，新钱也可能让饼变大。稀释是否划算，要比较投入之后能增加多少价值，而不能只看持股比例下降。

把问题改写一次

现在，“两场上市会吸走多少钱”可以拆成四问：发行人实际新增多少现金？旧股东拿走多少？投资者为了认购卖出了什么？发行人拿到钱之后又付给了谁？只有这样，才看得见资金经过哪些账户，以及风险最后落在哪里。

本书后面的比较采用一条约定：公告和报表写明的，叫已知事实；用假设数字演算的，叫教学情景；对其他公司可能受影响的判断，叫条件推演。它们会在文字中明确区分。我们不需要先猜对上市首日涨跌，才能看清这台机器。下一步，是弄清公司为什么要把这笔钱提前拿到手。

本章核对来源

来源一：Anthropic，2026年10月26日，〈Anthropic files S-1 with the SEC for proposed initial public offering〉。<https://www.anthropic.com/news/s1-sec>

来源二：SpaceX，截至2026年6月30日季度报告，Note 1 / Initial Public Offering。
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1181412/000162828026052535/spcx-20260630.htm>

第2章 · 同一座桥，两种工程

设想你要修一座收费桥。桥没通之前，要先买钢材、发工资；桥通以后，车辆才一辆辆付费。即使最后能赚钱，中间也可能因现金断流停工。Anthropic 与 SpaceX 的相似之处，首先是这道时间差：今天必须投入，未来收入却需要等待，而且未必足够。

上市在购买什么时间

股权融资是用公司的一部分所有权换钱。它通常没有像贷款那样固定的还本日期，适合承担回收时间不确定的投入。出资人接受这种安排，是希望未来分红或卖出股票所得足够补偿风险。公司获得时间，投资者获得未来收益的索取权，两边都没有得到免费午餐。

这里有一个巧妙的接缝：公司需要长期使用资金，投资者却未必愿意长期锁住个人资金。上市后的股票可以转手，卖方离开时由买方接替他承担风险，公司一般不必把原先筹到的钱退还。这种安排把“公司长期用钱”和“个人随时想退出”部分分开了。当然，有交易渠道不等于任何价格都能成交。

流动性就是资产能否较快、以较小的价格损失换成现金。流动性改善，可能使投资者愿意接受较低的预期回报，公司因而更容易筹钱。但若市场开始怀疑未来收入，卖出仍可能需要大幅降价。交易所提供的是转让场所，不是本金保险。

桥的材料并不相同

Anthropic 的一项重要投入是算力，也就是让计算设备完成训练和处理用户请求的能力。模型训练像准备菜谱，处理一次请求像实际做一道菜；用户增加后，厨房不能只靠“菜谱已经写完”来无限供餐。两项工作都会用到设备、电力和工程人员。这个类比只用于说明持续成本，并不意味着每个模型都有相同的成本结构。

公司不必把所有设备买到自己名下。2026年4月的官方公告披露了与Google及Broadcom扩大计算能力合作的安排，新增容量预计从2027年开始上线。重要之处在于“未来可用”：签了合同、付了预付款、拿到设备、开始产生收入，是四个不同时间点。花钱预订一间厨房，并不等于今晚就能开店。

SpaceX 的对象则包含火箭、卫星网络与AI业务。其季度报告列示太空、连接服务、AI三个业务分部，并披露2026年2月完成对xAI的收购。因此，拿2026年的上市公司作比较，不能继续把它当成只有火箭发射的公司。研究的是整个上市资产包，不能只挑最熟悉、最容易讲故事的一项。

租机器也可能很“重”

资本开支指购买或建设能使用较长时间的资产所花的钱。但判断一家公司需要多少资金，不能只看这一个栏目。若它不买服务器，改签多年最低采购合同，报表上的设备可能较少，未来付款义务却仍然很大。就像餐馆租了十年店面，不能因为没有买楼，就认定随时可以无成本关门。

反过来，资产多也不一定表示每笔钱都要反复支付。某项设备如果能多次使用，单位服务的成本可能随着使用量下降。但设备会老化，技术会换代，还可能因需求不足而闲置。对两家公司的正确比较，是投入之后能完成多少次付费服务、每次留下多少现金，而不是“硬件公司”对“软件公司”的标签比赛。

大白话

两家公司都在用今天的钱购买未来的供给能力。区别在于：钱押在什么东西上，多久能收费，收费不足时能否缩减支出。

相似不等于同一种风险

将来收入不够时，长期股权资金可以缓冲压力，却不能让经营损失消失。依靠外部合作的公司，要留意供货、价格和合同限制；自建较多的公司，要留意建设延期、维护和闲置成本。两类公司都可能同时拥有这些风险，只是程度不同。

所以，本章得到的比较是融资结构上的相似：把未来收益的一部分交给更广泛的投资者，换取当下扩建能力与承受试错的时间。它没有推出“上市以后必然成功”，也没有推出“筹得越多越值得买”。我们还差另半张图：投资者交出来的钱，原来放在哪里？

本章核对来源

Anthropic，2026年4月6日，Google与Broadcom算力合作公告。

<https://www.anthropic.com/news/google-broadcom-partnership-compute>

SpaceX，截至2026年6月30日季度报告，Note 1 / Organization及xAI Merger。

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1181412/000162828026052535/spcx-20260630.htm>

第3章 · 认购的钱从哪里来

一只基金准备认购10亿元新股。它的账户没有凭空多出10亿元，于是大家问：是不是必须卖掉10亿元科技股？这个问题少看了两个账户：基金原有的现金账户，以及愿意接走旧股票的买方账户。把它们补上，“上市抽水”就不再是一根只有出口的管子。

先看直接付款的人

基金可以理解为由管理人按照约定，把许多投资者的钱集合起来投资的账户。基金的钱可能来自居民储蓄、养老金、保险资金或机构长期积累。还可能有主权投资机构，也就是管理国家部分资产的投资组织。列出这些类型，不表示它们都已参加本次发行；具体认购者和份额仍要看发行披露。

认购者有四种常见办法准备现金：动用已有存款；等短期投资到期；接收投资者新投入的钱；出售已有资产。某些获准使用借款的账户，还可能融资认购。但能借、借多少、担保物是什么，都有约束，不能把全市场当成一张无限透支卡。

以下是教学例子，不是任何一家公司的资金来源调查。某基金认购10亿元新股，其中4亿元来自现有现金，3亿元来自短期债券到期，3亿元来自卖旧股。它对旧股形成的直接卖出需求只有3亿元，不是10亿元。若接盘者认为旧股价格合适，成交甚至不必造成显著下跌。

钱没有消失，买方却可能不够耐心

当基金把那3亿元旧股卖给另一位投资者，现金从买方转到基金，再转到发行公司。发行公司随后支付建设款，钱又到设备商、工程商和员工那里。这条链上，转账本身没有把银行存款从世界上抹去。它改变了谁拥有存款、谁拥有股票，以及谁承担未来不赚钱的风险。

这不代表市场一定不受影响。风险预算是投资者允许自己承担的波动和损失额度。一个账户可能现金不少，却不愿再增加高风险资产。另一个账户愿意接盘，但只愿用更低价格买。旧股票为了找到新的持有人，就可能降价。

因此，真正稀缺的常常不只是钱，而是“愿意在这个价格承担这种风险的人”。同样10亿元发行，在乐观市场里容易被接住，在持仓拥挤、投资者急着保留现金时，就可能挤压其他资产。金额相同，环境不同，价格效果可以相差很远。

水还在整个系统里，但不一定留在原来那只杯子里。更关键的是，拿着水的人未必愿意再买原来的股票。

为什么不能用跌掉的市值倒算筹资额

假设一家公司有100股，上一笔成交10元，整体标价1000元。现在只成交1股，价格降为9元，其余股票也按9元估值，市值变成900元。成交额只有9元，账面市值却少了100元。这个简化例子说明，**市值变化不是资金流出的收据**。

所以，“巨型IPO募资多少，其他股票就得跌掉多少市值”没有会计依据。价格由边际交易决定，也就是最后那些愿意成交的买卖双方如何出价。少量交易可以改变大量未成交股票的标价；大量成交也可能只造成很小的价格变化。

钱的总量也不是永远固定

前面讨论的是既有存款的转手。若银行发放新贷款并记入借款人账户，还会创造新的存款；还本则可能使相应存款消失。这是银行货币运作的一般机制，不表示银行会为了某个IPO自动扩张贷款。银行仍受资本、监管、结算、借款需求和风险判断约束。英格兰银行的解释可见章末资料。

在实际分析中，不必先预测整个货币体系。先问三个小问题就够有用：认购者原来现金多不多？它必须遵守什么投资比例？它会优先卖哪一种资产？回答这三问，比把巨额发行统称为“吸干股市”更接近真实。

不过，等到公开认购才准备现金，往往太迟。公司和金融机构会提前安排一系列融资通道。下一章把这些通道拆开，看清哪些是现款，哪些只是必要时可以使用的承诺。

本章机制来源

英格兰银行，〈Money creation in the modern economy〉，2014年第一季度。

<https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2014/q1/money-creation-in-the-modern-economy>

美国证券监管机构投资者教育材料，〈Updated Investor Bulletin: Investing in an IPO〉。

<https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-17>

第4章 · 先修水管，再开水龙头

新餐馆开门之前，老板可能已经拿到股东出资、银行备用额度，还与房东谈好了付款期限。开业日看起来像一个起点，实际上是一串安排的交接点。巨型公司的上市也是如此。只盯着交易所敲钟的那一刻，容易把早已流入的钱重复计算，也容易把还没到账的钱提前花掉。

先区分所有权与欠条

私募融资是向特定投资者募集资金，而不是向公众广泛发行。它可以提供上市前的经营资金，也会形成未来股票持有人。Anthropic 在2026年5月28日公布650亿美元H轮融资，投后估值9650亿美元。投后估值就是把本轮投入算进去之后的公司整体标价。650亿与9650亿分别是融资规模和估值，不能相加成“总共拿到的钱”。

更细的一点在公告正文：该轮融资包含150亿美元先前已承诺的大型云厂商投资，其中包括Amazon的50亿美元。若把4月的Amazon公告与5月整轮融资机械相加，就可能把同一笔钱数两遍。看融资新闻，最值得圈出的词往往不是“创纪录”，而是“包含”“此前承诺”“分期”和“满足条件后”。

债务融资则是借钱，通常需要付息并按约偿还本金。股票投资者承担剩余风险，贷款人要求约定的偿付。借款并非一定比股权差，但若收入尚不稳定，固定还款日期会增加压力。企业因此可能同时保留股权、贷款、租赁等几条资金通道。

150亿美元的额度，不是150亿美元现款

Anthropic 的10月26日S-1文件记载，9月签订修订协议，将一项有担保的循环信贷安排扩大到150亿美元。循环信贷可以理解成在合同条件内可借、可还、可再借的额度；“有担保”表示债权人拥有约定的保障安排。它不是一笔无条件赠款，也不能直接当作已经到账的现金。

这里还要守住日期边界。文件说，截至6月30日，先前的信贷安排没有提款借款，并有7800万美元备用信用证。备用信用证近似银行为客户开出的履约付款保障，会占用相关额度，但不等于公司已经拿到同额现金。这条6月底的信息不能证明9月扩大后的额度也一直没有提款。把两个时间点拼在一起，恰恰会制造看似精确的错误。

银行愿意在条件满足时借给你，与银行已经把钱打给你，是两件事。额度上限也不等于随时可用余额。

不同水管不能都算成新增水

假设某公司有20亿元现金、10亿元尚未使用的贷款额度，另计划发行30亿元股票。今天的现金仍然是20亿元，不是60亿元。若股票发行完成并扣费后到账29亿元，现金才相应增加。以后借了5亿元，现金又增加5亿元，同时也增加债务。

如果借来的5亿元立刻用于归还旧贷款，这叫再融资，即用新融资替换旧融资。它可能改变利率、期限或担保结构，但不会让公司凭空多出5亿元可用于扩建的净资金。类似地，用短期贷款先垫付、以后再用长期融资偿还，是时间安排；必须同时记录流入和流出。

银行为什么愿意参与

银行可能同时是贷款人、承销商和交易服务提供者。但不能据此推定每家银行都拿自己的钱长期持有全部新股。承销的具体风险取决于合同，最终股票由哪些投资者持有，也必须看配售和后续披露。金融机构可以赚手续费、利息或客户关系收益，同时承担信用与发行风险。

对Anthropic和SpaceX的共同判断，应停在证据够用的位置：大型资本需求通常需要上市前后的多种资金安排配合。已经核实的Anthropic私募和授信，不代表SpaceX拥有完全相同的合同；SpaceX已经收到的IPO净款，也不能替Anthropic未来发行作保证。

读完这一章，追踪资金时可以做一项简单检查：每一行都写明日期、付款人、收款人、是否到账，以及有没有相反方向的还款。只要这五项缺一项，“总融资能力”就可能被误读成现金。账理清后，才能继续问：哪些旁观者会因为这些安排失去机会？

本章核对来源

Anthropic，2026年5月28日H轮融资公告。<https://www.anthropic.com/news/series-h>

Anthropic，2026年10月26日S-1，信贷安排相关披露；本书核对了原始文件中关于2026年6月及9月的段落。

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/2130357/000162828026067168/anthropicpb-sx1.htm>

第5章 · 谁会先感到疼

如果两家新商场同时开业，受影响的并不只有附近商场。正在招商的小店可能招不到投资人，原先稀缺的铺位可能降价，卖钢材的人却可能多接订单。巨型上市也有这种多方向影响。“哪些公司将受损”要先补上三个字：怎么损。

第一种疼：融资队伍里被挤到后面

资金挤出是指一个项目占用了投资者有限的资金或风险额度，使其他项目更难募到钱。在同一时期争取同一群投资者、自己又需要不断补充现金的公司，更值得观察。它不必与发行人卖同一种产品，只要争夺同一笔投资预算，就可能感到压力。

OpenAI及其他需要大额资金的模型公司，是这种机制下的观察对象。路透社2026年10月19日报道，知情人士称OpenAI正争取在Anthropic预计上市前加快获取融资承诺。这提供了关于募资时点竞争的报道线索，但匿名消息不等于融资已完成，更不能证明其融资条件已经恶化。

真正要验证受损，应看完成融资所需时间有没有变长、出让同样股份能收到的钱有没有减少、合同是否增加了对投资者更有利的保障。若它迅速以可接受条件完成融资，“被挤到后面”的假说就要下调，而不是继续用热门新闻替代结果。

第二种疼：不再是唯一可以买的替身

替代标的是投资者在买不到目标公司时，用来表达类似投资想法的股票。有些人想投资太空业务，只能选择已经上市的相关公司；想投资AI，也会购买业务沾边的股票。如果更直接的选择出现，原来的替身可能失去一部分额外追捧。

Rocket Lab是可观察的例子，其官方业务介绍包括发射、航天器和卫星部件。它可能面对太空投资预算重新分配，但并不能由此断言它将跌价。若它拥有独特任务能力、客户希望分散供应商，或者整个行业吸引了更多新资金，上市事件也可能提高关注度。需要分别检查它的业务价值与“此前缺少选择”带来的溢价。

同样，不能因为NVIDIA、Microsoft、Alphabet或Amazon都被放进AI投资组合，就认定它们一定会被卖出。是否减仓取决于基金原有持仓、投资限制与新资金流入。没有账户级交易证据时，最多能提出重新配置的可能性，不能编出一张确定的资金流出排名。

第三种疼：客户真的被抢走

经营竞争指客户、订单、人才或利润被对手争走。它通常比发行日更慢发生，却可能更持久。若新融资帮助公司扩大供给、降低价格或提高服务质量，竞争者才可能在收入和利润上承受压力。上市只是资金条件之一，技术进步本身也可能造成同样结果。

在卫星连接服务中，Viasat值得跟踪，其官方网站确认经营卫星互联网业务。应观察客户转网、续约价格和相关业务利润，而不是只看某天股价。在Iridium这样的通信公司，还必须区分服务用途、终端和可靠性要求；同样叫卫星通信，也不意味着每位客户都会在两项服务之间自由替换。

在AI应用一侧，如果模型工具直接完成过去由某款软件收费提供的工作，那类缺少独有数据、客户流程或服务能力的软件公司可能承压。但不能据此将所有订阅软件公司列为输家。有些公司会把模型接入既有产品，用原来的客户关系销售更好的服务。要看的证据是续约、客户付费和交付成本，不是产品发布会谁更热闹。

大白话

“投资者暂时卖它”“它不再稀缺”“它真的少赚了钱”，是三张不同的病历。治疗方式和持续时间都不一样。

一家公司可以同时站在两边

Amazon与Alphabet尤其不能简单归入输家。它们既有AI竞争关系，也可能通过投资、云服务和计算设备合作受益。下一章会专门拆这笔双面账。与此相反，一个没有直接业务竞争的高估值公司，也可能因为投资者统一降低风险而承压。

所以，这里的公司名单是条件观察名单，不是做空名单，更不是价格预测。最可能吃亏的组合，是依赖连续融资、缺少差异化、又恰好与新股争夺同一批资金。要把“可能”升级成“已经”，至少需要融资条件、客户流失或利润变化中的一项实际证据，并检查是否另有原因。

本章核对来源

路透社报道，2026年10月19日，〈OpenAI seeks to accelerate fundraising ahead of Anthropic IPO, sources say〉。<https://www.investing.com/news/stock-market-news/exclusiveopenai-seeks-to-accelerate-fundraising-ahead-of-anthropic-ipo-sources-say-4958511>

业务范围核对：Rocket Lab公司介绍 <https://rocketlabcorp.com/about/about-us/> ；
Viasat服务说明 <https://www.viasat.com/satellite-internet/faq/> ； Iridium官网
<https://www.iridium.com/> 。受损路径是本章条件推演，不是这些公司公告的结论。

第6章 · 供应商为什么又投钱又收钱

一家面粉厂投资一家面包店，面包店再向它买面粉。这个圈看起来可疑吗？可能是一场合理的扩产合作，也可能让双方过度依赖彼此。决定性的区别不在钱有没有绕回来，而在柜台外面有没有顾客持续买面包，以及这些销售最终能否覆盖整条链的成本。

先把两笔交易分开

Amazon在2026年4月20日公告中宣布向Anthropic投资50亿美元，并可能在未来追加最多200亿美元；同一公告还披露Anthropic承诺未来十年在AWS技术上支出超过1000亿美元。AWS就是Amazon提供计算、存储等服务的云业务。这里至少有三个不同量：当期投资、未来有条件的追加投资、跨十年的商业支出承诺。

不能做一道“1000减250”的减法，就宣布Amazon已经净赚750亿美元。投资金额不是采购成本，十年支出不是今天到账的收入，营业收入也不是利润。服务提供方还要承担设备、用电、人员等成本；股权投资则有另一本价值变化的账。

战略投资是投资者除了追求股票回报，还希望获得供应、客户或技术合作等经营好处的投资。面粉厂愿意投资面包店，可能是为了锁定需求、验证设备或扩大市场。这种动机能解释合作，却不能自动证明交易价格公允、客户需求持久。

IPO接进来的是哪一根线

以下是简化情景，不是两家公司实际资金流的逐笔还原。云厂商先投资10元，模型公司用其中6元购买服务，云厂商为提供服务支出4元。云厂商收到6元销售款，不能因此说它最初的10元投资没有风险：它仍然持有可能贬值的股权，还支出了真实服务成本。

若模型公司随后从公开市场筹到20元，再支付云服务费，外部投资者接入了这条资金链。供给能力可能因此扩大，云厂商也获得更多订单。但风险没有蒸发，它分布到新股东、旧股东、贷款人和有付款承诺的交易对手之间。谁先承受损失，要看合同和业务结果。

最健康的情况，是柜台外的客户越来越愿意付钱，融资只是帮助公司更早满足需求。较脆弱的情况，是采购增长主要靠下一轮投资维持，而最终客户贡献不足。即使如此，也不能仅凭“投资者也是供应商”就判定财务造假。要作这种判断，需要交易条款、交付证据和收入确认等具体材料。

资金绕一圈本身不是罪证。真正要问的是：如果下一轮融资晚来一年，这一圈还能靠客户付款转下去吗？

订单大，不等于赚得多

毛利可以粗略理解为销售收入减去直接提供产品或服务的成本，它还没有扣掉公司全部费用。云服务订单增长时，如果为了抢订单大幅降价，或者设备利用不足，利润未必同步增长。设备商如果给出过长付款期，还可能出现账面收入先增加、现金后到达的情况。

同理，NVIDIA与Broadcom可能受益于计算基础设施需求，但不能把全部融资额当成某一家芯片商的未来收入。钱还会流向土地、电力、网络、工资及其他设备；客户会选择不同计算方案。Anthropic公布与Google、Broadcom扩展合作，至少说明不能把所有新增算力预算默认归给单一供应商。

竞争与获益可以同时发生

对Amazon或Alphabet而言，Anthropic更强可能意味着合作收入更高、投资更值钱，也可能意味着自家某些产品面对更强竞争。这不是逻辑矛盾，而是一家公司拥有多个利益方向。分析时要把每个方向分别算账，再看净结果。

SpaceX的资本支出同样可能惠及供应链，但公司自己生产什么、外购什么，决定哪些供应商真正拿到订单。不能看到火箭和AI两个词，就把整个航天与半导体板块都列为受益者。供应商是否获益，应有合同、出货、利润和收款的证据，而不能只靠题材相近。

这也修正了“谁受损”的直觉。一家短期被基金卖出的股票，其公司可能正从新上市企业获得订单；一家股价因概念上涨的供应商，也可能承担更大的客户集中风险。价格、经营、融资三本账仍然必须分开。下一章把这些线收进一个简化现金模型，看资金链在哪里最容易断。

本章核对来源

Amazon, 2026年4月20日, 〈Amazon and Anthropic expand strategic collaboration〉, 投资与十年支出承诺。 <https://www.aboutamazon.com/news/company-news/amazon-invests-additional-5-billion-anthropic-ai>

Anthropic, 2026年4月6日, Google与Broadcom合作公告。
<https://www.anthropic.com/news/google-broadcom-partnership-compute>

第7章 · 把热闹换成一张压力账

热闹的融资新闻像天气预报里的晴天图标，但公司需要的是一桶能撑到下一次下雨的水。桶里有多少，漏得多快，下一笔钱晚到会怎样，必须放在同一张账上。本章不预测Anthropic或SpaceX的真实现金寿命，而是提供一把可以用真实报表替换数字的尺子。

只让现金进出这张账

以下金额单位都为亿元，全部是假设。某公司年初有100亿元可自由使用的现金，本年向客户收款60亿元，日常经营付款80亿元，购买长期设备付款50亿元，到期偿还债务本金10亿元。假定日常付款已含本期利息，设备支出不重复计入经营付款，没有其他现金收支。

它的年末现金就是 $100 + 60 - 80 - 50 - 10 = 20$ 。这里没有使用“净利润”。现金流是一个时期实际收进和付出的钱；净利润是按会计规则确认收入与费用之后的结果。赊销可能先形成收入，却没有收款；设备可能一次付款，却分多年计入费用。两本账用途不同，不能互相替换。

假设公司为了避免周转中断，希望至少留30亿元现金，它虽然年末没有变成负数，却已经低于内部设定的安全线。这30亿元只是示例中的管理目标，不是监管统一要求。看现金是否足够，不能等余额归零才宣布紧张。

给上市安排三个天气

压力测试就是故意把一些条件调坏，检查公司是否仍能维持运作。我们设想这家公司计划净筹80亿元。若发行按期完成，年末现金由20变成100；若只筹到40亿元，年末现金变为60；若本年完全没有到账，仍然是20。

现在加一道经营压力：客户回款比计划少20亿元，其他付款暂时不变。三个情景下的年末现金分别变成80、40、0。这里最值得注意的不是哪个数字最大，而是两件坏事可以同时发生：客户付款减少，恰好也会让投资者更犹豫，融资因而更难完成。

这叫风险相关性，意思是几个风险可能一起恶化，而不是各自独立。把“有银行额度”“能再发股票”“可以卖资产”分别当成三个稳固后备，有时会高估安全性。市场很差时，贷款条件可能收紧，股票发行价格可能下降，资产买方也可能减少。

备用伞有三把，却可能都放在同一辆开不来的车上。检查后备资金时，要问它们会不会同时失效。

能省的钱，与必须付的钱

公司不是站着等现金耗尽。它可以放缓扩张、减少可取消的采购、提高收款效率、调整价格。但每个动作都有代价。取消设备可能损失预付款，减少研发可能影响下一代产品，提价可能让客户离开。已经签署的最低付款义务，也不一定能随着用户增长放缓而同步减少。

因此要把支出分成两类：未来可以重新决定的，与已经受到合同约束的。不是把十年承诺总额一次性从今天现金扣掉，而是按付款时间逐年展开，再逐月检查近期低点。年末还有钱，也可能在年中大额付款时短暂不够用。

融资贵了，谁承担代价

再设一个独立的股权例子：公司融资前整体估值400亿元，要发行新股筹100亿元，忽略费用，新投资者占融资后公司20%。如果融资前估值降到200亿元，同样筹100亿元，新投资者占比就变成约33.3%。公司拿到的钱没有减少，原股东让出的份额却增加了。

若改借款，股权份额暂时不变，但未来要支付利息、本金，并遵守合同条件。若改为削减投入，短期资金压力下降，潜在增长也可能放慢。这三条路的代价分别落在所有权、偿付义务和经营机会之上，不能用“总能找到钱”一笔带过。

怎样拿回现实世界使用

把这个模板用于Anthropic，应替换为披露的可用现金、真实客户收款、采购付款安排和融资条件。用于SpaceX，则还要按业务和项目检查建设支出、债务偿付及资本配置。不能把一家公司的示例参数原封不动套给另一家。

任何现金寿命数字都应附带假设：是否继续扩张，是否再融资，回款是否按时，哪些现金不能自由使用。所谓“账上现金除以本季亏损”，常常忽略了这些差异。我们真正要找到的，是哪一个假设改变之后，公司就必须作出艰难选择。最后一章，把这把尺子变成一套能持续更新的判断顺序。

使用边界

本章所有企业、金额、现金目标和筹资比例均为教学情景；两组股权比例按“新投资额÷融资后估值”计算。它们不是Anthropic或SpaceX财务预测，也不由前述公司公告推算而来。

第8章 · 最后为谁买单

一笔钱从投资者账户进入公司，再进入供应商账户，最终成为设备、工资和服务。这个过程没有规定所有人同时受益，也没有规定必须有一家老公司为新股发行付出同等市值损失。它真正改变的是：谁有权使用资源，谁愿意等待，以及结果不好时由谁承担损失。

两家公司相似在资金分工

Anthropic的私募股权、银行授信和拟议公开发行，承担不同任务：已有投资支持经营和扩张，授信提供有条件的周转能力，公开发行若完成，可以扩大出资人范围。它们共同连接今天的支出与未来的客户收入。但发行尚未定价时，不能把计划写成已经完成的结果。

SpaceX提供了一个已经发生的衔接实例。其季度报告披露，2026年3月安排200亿美元过桥贷款，也就是用来过渡到后续融资的贷款；资金用于偿还X及xAI的部分旧债等用途。6月又发行250亿美元债券，用其中资金还清过桥贷款。债券可以理解为发行给投资者、约定付息还本的欠条。这条链说明，旧债、过桥贷款和新债券不能都加进“可用于扩张的新钱”。

同一份报告还披露，SpaceX在5月将循环信贷额度提高到50亿美元。与Anthropic的授信相似，额度不是现金到账证明。它与IPO筹资、债券筹资又是不同的管道。尤其不能因为6月同时有债券和IPO，就把报告明确写为债券偿还的过桥贷款，改说成必然由IPO资金偿还。

相似的核心因此很具体：用多种期限、多种风险承担方式来支持大额投入，并把可交易股权接到这套安排中。不同之处也很具体：资本结构、交易时点、业务组合和合同义务不同，不能把一种融资路径复制成另一家的内幕解释。

钱的来源，按距离分三层

第一层是直接认购者：机构或个人把账户现金交出来。第二层是他们筹现金的方法：存款、到期资产、新投入资金、出售旧资产，或者在许可范围内借款。第三层才是更远处的储蓄、经营盈余和银行信用。越往远处追，越不能用一句“都是散户的钱”替代真实的账户关系。

普通投资者可能通过养老金或基金间接参与，也可能完全不持有相关资产。公司拿到的钱随后会支付给供应链和员工，不会永久锁死在交易所。与此同时，愿意承担风险的预算仍可能被占用，别的公司因此融资更难。这两件事可以同时成立。

谁可能受损，必须带上触发条件

需要连续募资、又争夺同一批出资人的企业，面临融资排队风险；原先靠“买不到目标公司”获得追捧的股票，面临替代风险；与新资金支持的扩产直接争夺客户的企业，面临经营风险。第五章中的OpenAI、Rocket Lab、Viasat等观察对象分别帮助理解这些路径，不能合并成一张必跌名单。

供应商也有双面性：订单增加可能获益，客户集中和付款压力可能增加风险。Amazon、Alphabet这类兼具合作与竞争关系的企业，尤其需要分别分析各项业务。说清受损机制，比给出更长的公司名单有用；写出什么结果会推翻判断，比用更强的语气有用。

下一条新闻到来时，按这个顺序读

1. 先认阶段：提交文件、推介、定价、交割（按约完成股票与资金交付），还是上市后的交易？只有相应步骤完成，才能确认相应结果。
2. 再认收款人：公司发新股，还是旧股东卖股？金额是总额、净额、额度，还是估值？
3. 查重：新公告是否包含此前承诺？新借款是否用于还旧债？别把同一元钱算两遍。
4. 看期限：款项什么时候到账，采购和债务什么时候要付，哪些条件可能让备用资金无法使用？
5. 找外部客户：融资花出去之后，是否产生持续付费需求，收入增长能否留下现金？
6. 检验旁观者：若说某公司受损，就寻找融资条件、客户或利润的变化，并检查其他解释。

即使公司宣布发行定价，也应继续确认交割是否完成。这些步骤不要求每位读者成为会计师，只要求每一个大数字都有一个明确标签。

最后留下一个更好的问题

本书的资料截止于2026年10月27日。Anthropic后续若公布发行价格、股份数量或完成交割，需要更新事实页；SpaceX后续经营报告也可能改变对现金需求的判断。一个可用的分析框架应当允许新证据改变结论，而不是努力维护旧预测。

所以，下次看到“史上最大融资”，可以把“谁会涨”暂时放在后面，先问：这笔钱让公司多了多少时间，换来了多少可收费的能力，又把多少不确定性交给了新股东？当这三个问题有了答案，钱怎么来、哪些公司可能承压，以及两场上市究竟相似在哪里，就不再只是标题里的热闹。

本章核对来源

SpaceX，截至2026年6月30日季度报告，Note 9 / Debt: SpaceX Bridge Loan、SpaceX Notes及SpaceX Credit Facility。

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1181412/000162828026052535/spcx-20260630.htm>

Anthropic的事实依据见第1、4章所列公司公告及S-1文件；其他公司受影响的路径为本书分析，验证条件见第5章。本书解释融资机制，不提供个人买卖指令。

两场上市，钱从哪里来