

Nscale 招股书：客户垫的钱比银行多

Nscale 招股书 —— 1,034 亿合同里，客户垫的钱比银行多；卡住它的不是电，是那份 446 亿合同还没有出资方

Nscale 9 月 18 日公开递交的 S-1 是 CoreWeave 之后第一份可以逐行对表的 neocloud 账本。它推翻了「neocloud 的卡点在电力」这一流行判断：公司手握约 10GW 可开发电力，只签出 1.37GW，在运 GPU 只占已签约的 5.4%。真正决定这 1,034 亿美元合同能兑现多少的，是 GPU 由谁出钱。2026 年上半年 32.86 亿美元投资性支出中，51.3% 由客户预付款覆盖、49.6% 由股权覆盖，债务几乎为零；资产负债表上客户预付形成的递延收入 64.93 亿美元，比全部固定资产净值还高 13.4%。跨四家发行人对表后，有合同支撑的 GPU 贷款一律定价在 SOFR+225—250bp，没有合同支撑的在 450—750bp——利差定的是对手方信用，不是 neocloud 自己。占合同总额 43.1% 的 Anthropic 446 亿美元合同至今没有任何具约束力的融资承诺，且延期交付即可按批次解约。这份合同的融资能否落地，是 neocloud 层下一个可交易变量。

1,034 亿美元合同的真正闸门不是电，而是那份 446 亿美元合同还没有出资方

涌现资本产业研究部 · 2026-10-05 · 「AI 基建融资结构」系列



30秒结论卡

一句话判断：neocloud 的卡点已经从「电」移到了「谁替 GPU 出钱」。Nscale 手里有约 10GW 可开发电力，只签出 1.37GW，在运 GPU 约 2.5 万颗，仅占已签约 46.1 万颗的 **5.4%**；合同总额（TCV）1,034 亿美元里，已在运部分只有 26 亿（**2.5%**）。决定剩下 97.5% 能否兑现的，是出资结构——而这家公司最大的出资方是它的客户。

项目	判断
机会状态	● 待验证（未上市·价格区间空白）；可交易的是它对已上市 neocloud 的读数
市场错在哪	把「已签约 GW」和「合同 TCV」当成同一种确定性。1,034 亿里，Microsoft 438 亿是交付条件型「最高金额」，Anthropic 446 亿连融资都没有，二者合计 85.5%
本篇自建口径	①「出资方账本」：投资支出由谁覆盖；②「同一张利差表」：四家发行人的 GPU 贷款按「有无合同背书」排序
重点标的	● NBIS（\$242.81·浮动利率债务为零、预付比例最高）· ● CRWV（\$89.62·约三分之一债务浮动·下一笔 IPO 供给的直接可比）· ● NVDA（\$233.95·已同时是供应商、客户、股东和租约担保人）· ● MSFT（\$517.53·用预付款换产能·表外承诺扩张）· ● DELL（\$562.52·以融资租赁卖设备）
最大反证	Anthropic 合同在 NVIDIA 11 月 16 日入股交割前拿到项目级融资、且利差落在 SOFR+250bp 以内——那将说明前沿实验室合同已能像 Microsoft 合同一样被银行直接「借贷化」，出资不再是闸门

现价为 2026-10-02 收盘（EODHD）。

一、投资要点

一句话框架：neocloud 合同的可兑现价值 = 合同额 × 已在运比例 + 未在运部分 × 出资落地概率 × 对手方信用折扣。市场只在用第一项乘以 100%。

#	观点	方向
1	电不是闸门：可开发约 10GW、已签约 1.37GW（13.7%）、在运 GPU 5.4%。约束在把已签约变成已在运的那段资金	●
2	客户是最大出资方：上半年投资支出 51.3% 由客户预付款覆盖，递延收入 64.93 亿 > 固定资产净值 57.28 亿	● （对买方议价力的读数）
3	利差定的是对手方：有 Microsoft 合同和 NVIDIA 租约担保的 SPV 贷款 SOFR+237.5bp，公司层 GPU 贷款 SOFR+500bp，相差 262.5bp	● / ● 分化
4	Anthropic 446 亿（43.1%）无任何具约束力融资，延期即可按批次解约	●
5	法定履约义务高度后置：2025 年末 345 亿中，未来两年只确认 16%	●
6	浮动利率敞口：已签七笔贷款承诺中 84.8% 为浮动，加息周期下最敏感	●
7	对已上市同业：NBIS 的出资结构最接近「客户出资 + 零浮动」，在利率上行段最占优	●

二、钱从哪来（上）：合同额的四道扣减

2.1 从 1,034 亿到 26 亿

口径	金额（亿美元）	截至	性质
在运 + 已签约 TCV	1,034	2026-08-31	公司经营口径，含交付条件型「最高金额」
其中 Microsoft 工作说明书	438	签于 2025-09 至 2026-04	至 2033-12，按批次验收起算 5—6 年
其中 Anthropic 四份服务协议	446	签于 2026-08-25	尚无具约束力的融资承诺
法定剩余履约义务（RPO）	564	2026-06-30	含预付款重大融资成分 71 亿（12.6%），剔除后 493
已在运 TCV	26	2026-08-31	唯一已在产生收入的部分

读法：Microsoft 与 Anthropic 两家合计 884 亿、占 85.5%，其余客户合计约 150 亿。RPO 截至 6 月 30 日，尚不含 8 月签下的 Anthropic 合同；RPO 里 71 亿是会计上为客户预付款计提的利息，它会以收入的形式确认，但不对应任何现金流入。

2.2 履约义务的时间形状

2025 年末 RPO 345 亿美元（含融资成分 46 亿）：**16%（约 55 亿）在 2026—2027 年确认，40%（约 138 亿）在 2028—2029 年，44%（约 152 亿）在其后三年。**同业在未来 24 个月内确认的比例：

CoreWeave 41%、Nebius 36%、IREN（ASC 606 部分）43.1%。Nscale 是四家里最后置的一家——它的合同大多建立在尚未交付的 Vera Rubin 一代 GPU 上。

2.3 Anthropic 合同的三条硬条款

- 1. **融资是前置条件**：协议要求 Nscale 在约定期限内「尽最大努力」取得合格融资；截至招股书日期，没有任何具约束力的融资承诺。
- 2. **延期即可解约**：交付延误只在「全行业 GPU 供应约束」且公司已在规定期限内向供应商下达有约束力订单时才可豁免；超出约定期限未交付，Anthropic 可无责解除该批次。
- 3. **服务水平更严**：可用率条款比公司其他客户合同更严格，月度可用率持续低于阈值即可解约。

这三条合在一起，意味着 446 亿美元是一份看涨期权，行权条件掌握在出资方手里。

三、钱从哪来（下）：出资方账本

3.1 上半年 32.86 亿美元投资支出由谁覆盖

资金来源	2026 H1（亿美元）	占投资支出
经营活动现金流（主要为客户预付款）	16.86	51.3%
筹资活动现金流（主要为 C 轮优先股）	16.28	49.6%
债务账面余额（6 月末，全部）	1.37	—
投资活动现金流出	32.86	100%

2025 全年同样如此：经营现金流 13.76 亿，其中客户预付款 16 亿——剔除预付款后经营现金流约为 -2.24 亿。这是 prepayment-inflates-operating-cash-flow 的又一个样本：经营现金流转正不是生意转正，是客户把钱提前打了进来。

3.2 资产负债表上最大的一行负债是客户

6 月 30 日：递延收入（当期 12.18 亿 + 非当期 52.75 亿）= **64.93 亿美元**，占总负债 123.60 亿的 **52.5%**；同日固定资产净值 57.28 亿。**客户预付形成的负债比公司全部固定资产净值还多 13.4%**，而有息债务只有 1.37 亿。

上半年营收 1.406 亿美元，不含折旧的营业成本 1.896 亿（主要是机房租金与电费先于验收发生），现金毛利率 -34.9%，另有折旧摊销 1.74 亿。这是先付租金电费、后验收计收入的爬坡期形态，2026 年下半年起随批次验收改善。

3.3 承诺与资源：覆盖不到一半

项目	金额（亿美元）
未交付技术设备采购承诺（6 月末）	240
数据中心建设承诺	35
尚未起租的托管租赁（未折现）	14
承诺合计	289
可动用资源：现金 14.78 + 七笔已签贷款承诺 65.77 + Dell 金融租赁 25.4 + 可转债/NVIDIA 31	约 136（覆盖 47.0%）

两点必须同时看：其一，剩余缺口要靠后续客户预付款与 IPO 填补——按公司披露的「加权平均预付比例 23%」推算，全部合同对应的预付款约 238 亿，扣除已入账的 64.93 亿，尚有约 170 亿待收（自建推算）。其二，**289 亿承诺是 6 月末口径，不含 8 月签下的 Anthropic 合同所需的 Vera Rubin 设备——**那一块的资本开支目前在任何已签融资之外。

财报附注里有一句话值得单独记下：管理层曾识别出，预测资金需求依赖尚未承诺的债务与股权融资，「最初引发了对持续经营能力的重大疑虑」；结论是，若融资不到位可推迟、削减或取消资本开支，该计划「很可能有效执行」，疑虑由此消除。**换言之，公司的安全阀是不交付——而 Anthropic 合同对不交付的惩罚是解约。**

四、资金地图：同一张利差表

4.1 Nscale 一家公司内部的利差阶梯

贷款	签约	承诺额（亿美元）	定价	支撑物
Macquarie 优先贷（挪威）	2025–06	1.05	SOFR+750bp + MOIC 回报条款 + 认股权证	单一集群项目现金流
Macquarie 冰岛贷	2026–07	3.32	SOFR+550bp	项目现金流
GPU 融资贷（公司层）	2026–02	14	SOFR+500bp（可上浮 25bp）	公司及子公司几乎全部资产
Kvandal South 机房贷（挪威）	2026–07	7.9	SOFR+300–375bp	建筑而非 GPU
Ward County GPU 贷（得州 SPV）	2026–08	18.5	SOFR+237.5bp / 互换利率 +237.5bp	Microsoft 合同 + NVIDIA 租约担保
North Carolina GPU 贷（SPV）	2026–08	12	SOFR+237.5bp / 互换利率 +237.5bp	合同现金流
循环信贷	2026–05	9	SOFR+175bp	公司层优先担保

同一发行人、同类抵押物（GPU）、六个月内，利差从 500bp 降到 237.5bp，降幅 52.5%。降下来的不是 Nscale 的信用，是 SPV 背后的合同对手方——Ward County 一笔还叠加了 NVIDIA 对该址租约前五年最高 8.603 亿美元的付款担保（公司为此保留 4.70 亿美元托管金，并向 NVIDIA 发行认股权证作为对价）。

4.2 跨四家发行人对表

指标 (2026-06-30)	Nscale	CoreWeave	Nebius	IREN
递延收入 ÷ 履约义务	11.5%	9.3%	15.9%	11.1% (含租赁合同)
有息债务 ÷ 履约义务	0.2% (贷款承诺全额提取后约 16%)	34.3%	22.7%	46.4%
浮动利率债务占比	84.8% (按承诺额)	约三分之一 (敏感性推算)	0%	约 5% (且已互换)
未来 24 个月确认比例	16% (2025 年末口径)	41%	36%	43.1%
有合同背书的 GPU 贷款	SOFR+237.5bp	SOFR+225bp	SOFR+250bp	SOFR+225bp
无合同背书 / 弱背书	SOFR+500-750bp	SOFR+450bp	—	9.0% 固定
最大客户收入占比	52% (H1)	36% (Q2)	24% (Q2)	未披露

本篇最重要的发现：四家资本结构、地域、股东完全不同的公司，只要贷款背后有投资级客户合同，GPU 贷款就落在 SOFR+225-250bp 的同一条窄带里；一旦没有，就跳到 450bp 以上。neocloud 卖的不是电，也不是算力——在融资市场眼里，它卖的是「把投资级客户的信用转成 GPU」这一道工序。

4.3 出资方的最后一格

在 Nscale 一家公司身上，NVIDIA 同时扮演四个角色：GPU 供应商、云服务客户（2025 年 7 月签约 12 亿美元）、股东（参与 B、C 轮并承诺 10 亿美元可转债/无投票权股，约 11 月 16 日交割）、租约担保人（8.603 亿美元）。Dell 的金融子公司则以 40 份付款计划、初始租期租金约 25.4 亿美元，为它卖出的设备提供融资。供应商融资（Dell 25.4 亿 + NVIDIA 10 亿）合计约 35.4 亿，相当于未交付设备采购承诺的 14.8%。与 backlog-funder-audit-whose-balance-sheet-2026-09-24 的结论一致：出资方阶梯的最后一格，已经移到了芯片与设备厂商自己身上。

五、单位经济：同一个分母

按 per-mw-revenue-unified-denominator-2026-08-18 的口径：

口径	每兆瓦年收入（百万美元）	置信度
Nscale 全部合同：1,034 亿 ÷ 5.7 年 ÷ 1.37GW	13.24	A（三项均为公司披露，相除为自建）
Anthropic 合同：446 亿 ÷ 6 年 ÷ 约 460MW	约 16.2	C（期限与兆瓦为媒体报道）
IREN—Microsoft 合同	9.70	B+
CoreWeave 已实现（08—18 篇口径）	8.24	A
全栈自持机房价值中性门槛（08—18 篇）	10—18	D（自建模型）

折成每 GPU 小时：1,034 亿 ÷ 46.1 万颗 ÷ 5.7 年 ÷ 8,760 小时 ≈ **4.49 美元**。Nscale 的签约单价比 CoreWeave 已实现单价高 60.7%，比 IREN—Microsoft 高 36.5%。差距主要来自两处：一是代际（46.1 万颗 ÷ 1,370MW ≈ 每兆瓦 337 颗，明显低于 GB300 一代约 469 颗，说明合同以 Vera Rubin 为主，每兆瓦设备价值更高）；二是签约时点（2026 年签的合同吃到了 7 月起的租赁价上调）。

结论：单价差超过 30%，neocloud 层内不是同质资产，应按「合同年份 × GPU 代际」拆成子簇看待——2025 年及以前签的 Hopper/Blackwell 合同是一簇，2026 年签的 Vera Rubin 合同是另一簇，后者单价更高，但交付与出资风险也全部压在前面。

六、价值链、受益链与受益标的

需求源：Microsoft / Anthropic / Figure（前沿实验室与超大规模云）
↓ 预付款 23%（加权）+ 「最高金额」合同
一级：neocloud（Nscale / CoreWeave / Nebius / IREN）—— 持有 GPU 折旧
↓ 合同现金流打包进 SPV
真卡口：合同 → 投资级 GPU 贷款的转换（S0FR+225–250bp 窄带）
↓ 转换失败 → 450–750bp 或股权
可投代理：零浮动、高预付、已在运比例高的上市 neocloud
已拥挤：「已签约 GW」叙事；未定价：前沿实验室合同的融资落地率

层级	标的	逻辑	方向
需求源	MSFT	以预付款与长约换取不上自己资产负债表的产能；对 Nscale 一家承诺即达 438 亿	●
直接受益	NBIS	递延收入/履约义务 15.9% 为四家最高，债务全为固定利率可转债，利率上行段最不受伤	●
直接可比	CRWV	约三分之一债务浮动；Nscale 上市将成为同一层的新增股权供给与估值锚	●
直接可比	IREN	浮动敞口最低，但最新一笔非投资级融资为 9.0% 固定	●
二阶受益	NVDA	用担保与入股换订单；收益是出货，代价是尾部信用风险回到自己身上	●
二阶受益	DELL	以金融租赁卖设备，25.4 亿美元租金锁定在 Nscale 的设备上	●
反身性	WULF	托管租赁模式、营收远小于市值，最依赖融资窗口	●
不可投但监控	Nscale（拟 NYSE 代码 NSCL·未上市）、Anthropic（私有）	价格区间空白；Anthropic 未公开递交招股书	●

七、重点公司卡

Nscale（拟 NYSE: NSCL · 未上市 · ●）

项	内容
位置	英国注册的全栈 neocloud：自有电力（含西弗吉尼亚 Monarch 离网微电网）+ 机房 + GPU + 软件层（拟收购 Anyscale）
为什么重要	第一份 CoreWeave 之后可逐行对表的 neocloud 一手文件；Microsoft 与 Anthropic 两大对手方同在一份账上
证据	TCV 1,034 亿；RPO 564 亿；H1 营收 1.406 亿（同比 +1,252%）；净亏损 10.20 亿（含 4.571 亿公允价值损失）；递延收入 64.93 亿
估值状态	价格区间空白；媒体报道目标估值约 350 亿美元、募资约 30 亿（未经公司披露）；2026 年 3 月 C 轮
催化	S-1/A 公布价格区间；NVIDIA 10 亿入股约 11-16 交割；Anthropic 项目融资公告；Ward County 首批验收
反证	Anthropic 融资在区间公布前落地且利差 $\leq$ SOFR+250bp

Nebius (NBIS · \$242.81 · ●)

项	内容
位置	欧美双中心 neocloud，Microsoft 与 Meta 为具名客户
为什么相对占优	85 亿美元债务全部为固定利率可转债；递延收入 59.75 亿占履约义务 15.9%；公司预计 2026 年客户预付款超 90 亿
证据	Q2 营收 5.823 亿（同比 +454%）；履约义务 374.9 亿；7 月新签约 7.75 亿 GPU 贷款 SOFR+250bp，以投资级客户合同背书
估值状态	估值含强反身性；本篇只判出资结构相对占优，不判绝对估值
催化	Q3 财报（预付款到账节奏与在运兆瓦首次披露）
反证	预付款到账慢于指引，或折旧年限由 5 年再延长以粉饰利润

CoreWeave (CRWV · \$89.62 · ●)

项	内容
位置	规模最大的上市 neocloud；在运 1.5GW、签约约 3.7GW
读数	履约义务 1,037 亿，与 Nscale 的 TCV 几乎等额，但 41% 在 24 个月内确认，兑现节奏领先一代
压力点	债务本金 355.5 亿，按公司敏感性披露推算约三分之一浮动；10 年期国债 10-02 收于 5.28%
催化	Nscale 定价（同层估值锚）；Q3 财报
反证	浮动部分完成互换或再融资为固定利率

八、情景

情景	触发	对 Nscale	对上市 neocloud
● 牛 (25%)	Anthropic 项目融资在 11 月中旬落地，利差 ≤ SOFR+250bp	合同确定性跃升，IPO 顺利定价	「前沿实验室合同可借贷化」被确认，层内利差整体收窄，CRWV/NBIS 受益
● 基准 (50%)	分批落地，利差 350—450bp，部分需供应商担保	IPO 定价折价，Anthropic 首批推迟	层内按出资结构分化：NBIS 优于 CRWV/WULF
● 熊 (25%)	约定期限内无融资，Anthropic 解除部分批次	TCV 回落至约 588 亿，持续经营条款被重新审视	「已签约」叙事集体折价，高浮动、高租赁依赖者首当其冲

九、风险与反证

本篇结论	什么出现会推翻它	可观测处
闸门在出资而非电力	Monarch 并网/许可延误成为 Anthropic 首批推迟的主因	西弗吉尼亚微电网认证与燃机交付公告
利差定的是对手方	无合同背书的公司层贷款利差也降到 300bp 以内	S-1/A 新增债务条款
Anthropic 合同是看涨期权	合同条款修改为「融资失败不构成解约事由」	S-1/A 风险因素与重大合同附件
NBIS 出资结构占优	Nebius 预付款到账显著低于全年 90 亿指引	Q3 6-K
单价差来自代际与签约时点	同代际、同年份合同的单价仍差 30% 以上	后续 S-1/A 分批次披露

正在发生的风险信号：公司自己在附注中承认，资金需求依赖未承诺融资，且安全阀是削减资本开支——这一条现在就成立，不是假设。

十、监控清单

下次必看的五个数字：①S-1/A 的价格区间与新增季度数据（在运 GPU 是否从 2.5 万明显上升）；②Anthropic 项目融资的金额、利差与是否需要 NVIDIA 担保；③NVIDIA 10 亿美元约 11-16 是否如期交割；④应收账款 19.28 亿（半年增长 4.4 倍）的回收——它是否是已开票未到账的预付款；⑤CoreWeave 与 Nebius Q3 的递延收入/履约义务比值。

只监控不参与：Nscale 新股首日；所有「GW 路线图」数字——它们是上限不是排产。

绝不追：把 1,034 亿 TCV 或 10GW 电力当作已锁定收入的叙事。

哪个信号出现要重写结论：Anthropic 融资落地价 $\leq$ SOFR+250bp。

十一、数据冲突与口径

- TCV 与 RPO 的差：**6 月末 RPO 564 亿（含融资成分 71 亿）+ 8 月 Anthropic 446 亿 = 1,010 亿，与 8 月末 TCV 1,034 亿相差约 24 亿；且 TCV 是否含融资成分未说明。差额可能来自 7-8 月新签约及按租赁准则核算、不进 RPO 的合同。本篇取 TCV 做单位经济、取 RPO 做时间形状，二者不混用。
- 1.37GW 的口径：**公司未说明是关键 IT 负载还是毛电力；Monarch 首期「毛电力 2GW / IT 负载 1.37GW」与全公司在运+签约 1.37GW 数字恰好相同，但二者并非同一范围（全公司口径含挪威、葡萄牙、得州等址）。按每兆瓦约 337 颗 GPU 推算，全公司口径更接近关键 IT 负载。

3. **可转债规模**：S-1 写「至少 31 亿美元」；媒体报道已扩大至 33.6 亿（Third Point 领投）。本篇采用 31 亿。
4. **Anthropic 合同兆瓦与期限**：S-1 未披露 GPU 数量与兆瓦；约 460MW、6 年为媒体报道，相应单价只作 C 级参考。
5. **CoreWeave 浮动比例**：公司只披露「 $\pm 100\text{bp}$ 影响季度利息约 3,000 万美元」，约三分之一为据此推算。

数字三道关自评：①量级——H1 营收 1.406 亿为 2025 全年 0.330 亿的 4.3 倍，与在运 GPU 爬坡方向一致；经营 16.86 亿 + 筹资 16.28 亿 = 33.14 亿，与投资支出 32.86 亿基本相抵（现金余额 15.01→14.78 亿）；RPO 564 亿 < TCV 1,034 亿，Microsoft + Anthropic 884 亿 < TCV，七笔贷款逐笔相加 65.77 亿与浮动 55.77 亿 + 固定 10 亿吻合；②单位——全文统一为美元，S-1 以百万美元列示，换算为亿美元逐位核对（6,492.6 百万 = 64.93 亿）；③来源——财务数字全部取自 S-1 与同业 10-Q/10-K/6-K 一手文件，媒体数字均在正文标注。

附录 · 来源置信度表

结论 / 数字	来源	日期	置信度
TCV、GPU 数、兆瓦、预付比例、合同条款、利差、承诺额、财务报表	Nscale S-1 (EDGAR, CIK 0002110365)	2026-09-18	A
NVIDIA 租约担保 8.603 亿、12 亿客户合同、10 亿入股	Nscale S-1 附注与正文	2026-09-18	A
CoreWeave 履约义务、在运/签约电力、债务、利差	CoreWeave 10-Q 与 8-K 附件	2026-08-11/12	A
Nebius 履约义务、递延收入、债务、利差	Nebius 6-K	2026-08-12	A
IREN 履约义务、租赁合同、债务、利差	IREN 10-K 与 8-K 附件	2026-08-27	A
拟 NYSE 代码 NSCL、主承销商	Nscale S-1 封面与新闻稿	2026-09-18	A
目标估值约 350 亿、募资约 30 亿	多家媒体转述	2026-09-21/22	B
Anthropic 约 460MW、6 年	媒体报道	2026-08-26	C
10 年期国债 5.28%	美国财政部收益率曲线	2026-10-02	A
现价	EODHD 收盘价	2026-10-02	A
每兆瓦年收入、出资方账本、覆盖率、浮动占比	本部根据上述一手数字自建	2026-10-05	自建（输入均为 A，除 Anthropic 单价为 C）

涌现资本产业研究部

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部独立编制，所载信息来源于公开渠道，本部力求但不保证其准确性与完整性。Nscale 尚未上市，招股书价格区间空白，所有涉及其估值的表述仅为媒体报道与情景推演。报告中的观点、方向评级与情景概率仅供研究参考，不构成任何投资建议或买卖要约；投资者应独立判断并自担风险。