

源文件

ticker: GLXY lang: CN generated: 2026-01-24

\$GLXY: 人工智能电力稀缺的错误定价看涨期权

1. 执行摘要

我们强烈建议以高信心建立Galaxy Digital (GLXY)的**多头**头寸。市场对该公司的定价存在根本性错误，仅将其视为一个波动的加密资产管理公司，而忽视了其向人工智能和高性能计算（HPC）基础设施转型的变革性价值。目前的股价为**\$31.90**，提供了一个深度不对称的机会，以略高于其传统业务价值的价格获得人工智能革命中最受约束的资源——电力的战略看涨期权。

我们的不同看法是，市场错误地框定了主要风险。共识认为，一个加密原生公司进入企业数据中心市场面临不可逾越的执行风险。我们看到的是一个基本上已降低风险的转型，Galaxy的核心“资本市场基因”正是其为其皇冠上的明珠资产——位于德克萨斯州的1.6吉瓦（GW）Helios电力园区——构建复杂、资本轻融资所需的技能。该资产为任何试图进行绿地建设的竞争对手提供了2-4年的市场速度优势，使Galaxy成为面临对计算能力的无尽和即时需求的超大规模企业的独特战略合作伙伴。

最近的行为证据，包括针对企业数据中心战略家的定向招聘，表明这种转型不仅仅是一个叙述，而是一个活跃的、资金充足的、操作性的现实。我们认为，最可能的前进路径是一个合资企业（JV），将为Helios转换提供资金，而不会显著稀释股东，这是市场未能定价的情景。即将于2026年2月3日发布的财报是一个强大的短期催化剂。任何关于锚定租户的确认或Helios的明确、非稀释性融资路径都将迫使股票进行剧烈的重新评级，将其估值从低倍数的加密代理转变为高倍数的基础设施巨头。

我们的概率加权分部估值（SOTP）模型将资本轻合资结构作为基准情景，得出每股**\$67**的公允价值，代表超过100%的上行空间。下行风险是明确且可承受的，由有价值的加密资产和采矿基础设施的有形账本支撑。这提供了一个引人注目的4比1不对称风险收益比。我们不仅仅是在押注一个成功的业务转型；我们是在利用市场未能理解该转型将如何融资以及在人工智能军备竞赛中速度的价值。

简要概述：

- **推荐 + 信心水平：** 高信心的多头。市场将一个战略基础设施资产误认为是一个波动的加密代理。
- **关键论点驱动因素：** Galaxy的1.6 GW Helios园区提供了比竞争对手快2-4年的市场速度优势，这是人工智能电力军备竞赛中无价的护城河。
- **主要风险或终止条件：** 未能在2026年底前宣布可信的、非稀释性融资路径（例如，合资企业）或主要锚定租户（>200 MW）。
- **估值与当前价格：** 我们的概率加权SOTP估值表明公允价值为\$67，代表从当前价格**\$31.90**超过100%的上行空间。

2. 业务质量评估

Galaxy Digital是一家拥有两个截然不同部分的公司。第一部分是其作为数字资产领域多元化金融服务和投资管理公司的传统。这项业务通过交易、资产管理和风险投资提供对加密生态系统的接触。虽然历史上波动较大，但它产生了显著的有形账面价值，并为公司提供了在构建复杂金融交易方面的深厚专业知识——我们称之为其“资本市场基因”。

第二部分，也是更具吸引力的部分，是其作为人工智能行业关键基础设施提供商的未来。这个未来体现在其皇冠上的明珠资产：位于德克萨斯州西部的Helios园区。Helios是北美最大的单一站点电力设施之一，拥有1.6 GW的已获批互

联容量。最初为比特币挖矿而建，这一设施现在是战略转型的核心，旨在满足人工智能和高性能计算客户对电力和数据中心的巨大需求。

这个新兴业务的主要护城河不是技术或运营能力，而是**时间**。在人工智能计算需求每几个月翻倍的环境中，新的电力和数据中心容量上线的时间表已成为行业的主要瓶颈。试图复制Helios的竞争对手面临着一个令人望而生畏的挑战：

- **许可和分区：** 12-24个月
- **公用事业互联：** 24-48个月
- **建设：** 12-18个月

今天启动的新项目可能要到2029年或2030年才能提供有意义的容量。Galaxy凭借其已获批的场地和现有的互联，可以在短短12-18个月内提供电力数据中心外壳。这种市场速度优势是一个深远且持久的竞争护城河。正如一位数据中心REIT高管在其财报电话会议上最近指出的那样，“我们的客户告诉我们速度是至关重要的。一个已获批的场地，电力准备就绪，比需要三年分区和公用事业工作的土地要有显著溢价。”

因此，这一基础设施业务的质量极高，特点是稀缺、战略性定位的资产，解决了市场最紧迫的痛点。虽然空头正确地指出Galaxy缺乏运营企业级数据中心的历史，但这种观点误解了核心的价值创造活动。挑战不在于安装服务器，而在于为数十亿美元的园区融资和开发。在这里，Galaxy的资本市场基因提供了相对于纯加密挖矿同行的显著优势，这些同行拥有类似的原始电力资产，但缺乏执行与基础设施基金或超大规模企业进行复杂合资企业的资产负债表和交易能力。Galaxy在将其电力优势转化为高利润、资本轻的股权故事方面具有独特的地位。

3. 投资论点与不同观点

我们的投资论点基于市场对Galaxy人工智能转型的误解导致的显著估值差异。市场将这一转型视为投机性、高风险和资本密集的赌博。我们看到的是一个正在进行的、战略上合理的、可能是资本轻的转型，将释放Helios资产的巨大潜在价值。当前的**\$31.90**价格未能反映这一结果的高概率。

不同观点：执行风险被夸大，融资风险被误解

共识叙述基于两个悲观假设：（1）作为一家加密公司，Galaxy无法执行企业级转型，（2）为Helios的数十亿美元转换融资将需要灾难性的股东稀释。我们的研究表明这两个假设都是错误的。

首先，执行风险正在积极且明显地得到缓解。关于Galaxy缺乏运营基因的论点正在实时解决。我们的内部研究发现了直接的行为证据，证明公司正在建立必要的团队以弥补这一差距。最近发布的“数据中心与HPC战略总监”职位就是确凿证据，其职责明确无误：

“领导与超大规模和大型企业客户的数据中心租赁和托管协议的商业谈判……为HPC和AI/ML客户群体制定和执行市场进入战略。”

这不是比特币矿工的语言。这是一个专注的企业基础设施公司的语言。这一主要证据证明资源分配正在遵循既定战略，将转型从幻灯片演示转变为操作现实。

其次，市场正在定价一个价值破坏的股权融资，而忽视了最合乎逻辑且增值的融资路径：合资企业。全面的股权融资是一个稻草人论点；没有理性的管理团队会追求它。Galaxy的管理层一再强调“利用战略合作伙伴关系扩大我们的平台”，表明明确偏好资本轻结构。合资企业中，Galaxy贡献Helios资产，合作伙伴（例如，像Blackstone这样的基础设施基金或像Google这样的超大规模企业）贡献约48亿美元的开发资本，这是一个优雅的解决方案。在这种结构中，Galaxy在一个完全资助、降低风险的项目中保留了显著的股权（我们模型为51%），将巨大的资本支出转化为高利润的股权收入流。

这种融资路径是解锁论点的关键。通过解决资本密集度问题，它允许市场根据其巨大的战略价值而不是因融资风险而对Helios进行估值。

不对称性：人工智能电力军备竞赛的免费看涨期权

这些因素的组合同时创造了一个强大的不对称风险收益比。在**\$31.90**，我们实际上是在以其公允的有形账面价值购买传统加密业务，并获得北美最具战略意义的基础设施资产之一的免费看涨期权。

- **上行空间：**如果2月3日的财报电话会议确认了合资融资路径或与锚定租户的进展，融资悬而未决的问题将消失。股票将被迫重新评级为高端基础设施提供商。我们的SOTP分析指出基准情景估值为**\$67**，乐观情景接近**\$105**——上行空间为110%至229%。
- **下行风险：**如果转型失败，我们将拥有一个盈利的、世界级的比特币挖矿业务和一个有价值的加密资产组合。我们的“噩梦”情景假设转型被放弃，股票回归为纯加密代理倍数，建议下行价格为**~\$17**。这代表了显著但可承受的47%下降。

因此，我们正在承保一个大约4比1的回报风险比的投资，由一个特定的、短期的催化剂驱动，该催化剂将迫使市场面对其错误的假设。

4. 估值

我们的主要估值方法是概率加权的分部估值（SOTP）分析。这种方法使我们能够适当地评估不同的传统加密业务和未来的人工智能基础设施业务，同时考虑Helios转型的潜在结果范围。分析表明，当前的市值**\$12.88B**严重低估了企业。

分部估值（SOTP）组件

- 传统数字资产业务：**我们将这一部分估值为2.5倍的有形账面价值。鉴于当前有形账面价值约为47亿美元，这产生了**47亿美元**的估值。这个倍数是保守的，并与公开交易的同行一致，反映了该部分的现金流生成能力，抵消了加密市场的固有波动性。
- Helios AI/HPC基础设施资产（合资模型）：**我们模拟Helios转型通过合资企业融资，Galaxy贡献资产并保留51%的股权。
 - **稳定化EBITDA：**我们预计完全开发的1.6 GW园区将根据高密度数据中心的现行租赁率每MW产生约120万美元的EBITDA。这导致稳定化的年度EBITDA为**19.2亿美元**。
 - **终端价值：**我们应用保守的18倍EV/EBITDA倍数，这是高质量、已签约基础设施资产的标准。这产生了**346亿美元**的总资产价值。
 - **净值和GLXY的股份：**扣除估计的**48亿美元**转换资本支出（由合资伙伴贡献）后，净项目价值为298亿美元。Galaxy的51%股份因此价值**152亿美元**。

概率加权情景

我们为三个关键情景分配概率以得出我们的目标价格。我们论点的关键是市场对悲观情景的权重过高，而我们的研究表明基准和乐观情景更为可能。

情景	Helios估值与倍数	隐含GLXY价格	概率	加权价值	理由
悲观情景	转型被放弃，回归为1.5倍市净率的加密矿工	\$17.00	20%	\$3.40	管理层未能找到合作伙伴并进行稀释性融资，破坏了基础设施论点。
基准情景	51%合资股份，按18倍EBITDA估值	\$67.00	50%	\$33.50	与基础设施基金的合资企业得以实现，降低了融资风险并导致标准基础设施估值。
乐观情景	51%合资股份，按22倍EBITDA估值	\$105.00	30%	\$31.50	宣布与命名的超大规模企业的合资企业，降低租赁风险并获得溢价倍数。
总目标价格			100%	\$68.40	

我们的概率加权分析得出目标价格为**~\$68每股**，代表从当前价格**\$31.90**超过110%的上行空间。

估值敏感性分析

为了理解我们估值的关键驱动因素，我们模拟了目标价格对Helios合资企业终端EBITDA倍数和Galaxy在该企业中保留的股权的两个最关键假设的敏感性。下表显示，即使在更保守的假设下，股票也从当前水平提供显著的上行空间。

保留合资股份				
EV/EBITDA倍数	40%	45%	51% (基准)	55%
15x	\$40.55	\$46.43	\$53.21	\$57.88
18x (基准)	\$51.38	\$58.82	\$67.57	\$73.49
20x	\$59.20	\$67.86	\$77.98	\$84.90
22x	\$67.02	\$76.90	\$88.39	\$96.31

这个矩阵清楚地说明了论点。当前价格**\$31.90**甚至不在图表上，暗示市场预期低倍数和远低于我们基准情景的少数股份组合——这是我们认为不太可能的情景，考虑到Helios资产的战略价值。

5. 为什么空头是错的

我们的多头推荐与大多数内部观点相悖，后者倾向于通过或做空。这需要直接反驳主要的空头论点。我们认为，悲观论点建立在对执行、估值和竞争的一系列错误前提上。

空头论点#1：“Galaxy是一个加密推广者，而不是基础设施运营商。他们无法执行这一转型。”

这是最普遍，也是最错误的论点。它根本误解了大规模基础设施开发中的分工。Galaxy的核心能力不是，也不需要是数据中心运营。他们的基本技能是他们的“资本市场基因”——识别错误定价资产、制定战略计划，最重要的是，构建数十亿美元融资以释放其价值的的能力。

运营专业知识可以并将被聘用。这是行业标准做法。我们发现的“数据中心与HPC战略总监”职位发布不仅是一个信号；它是证明Galaxy正在做这件事的证据。空头们专注于感知的运营历史缺乏，而我们看到公司在项目中最关键和最困难的部分——金融工程方面的专业执行。

空头论点#2：“股票中嵌入的52亿美元人工智能溢价是不可辩护的。”

这一论点由我们的内部研究提出，是从错误的SOTP分析得出的结论。只有在假设Helios应被视为低倍数的比特币矿场或人工智能转型将通过大规模稀释性股权发行融资时，“溢价”才存在。

我们的分析表明这种“溢价”是一个幻觉。当使用最合乎逻辑的融资结构——资本轻合资企业进行估值时，Helios资产的价值是空头假设的倍数。市场并没有为一个人工智能梦想支付52亿美元的溢价。它严重低估了一个有形的战略资产，因为它未能正确建模融资路径。市场看到一个48亿美元的资本缺口；我们看到一个152亿美元的已融资企业中的股权。两者之间的差距就是机会。

空头论点#3：“来自超大规模企业和像CoreWeave这样的专业公司的竞争将使Galaxy变得无关紧要。”

这一论点忽视了Galaxy最大的竞争优势：其多年的领先地位。人工智能军备竞赛的定义是对电力的绝望和即时需求。面临生存计算能力短缺的超大规模企业不能等待3-5年才能上线一个新的绿地园区。CoreWeave是一个强大的竞争对手，但他们也受到同样的电力和时间限制的制约，无法将新容量推向市场。

Galaxy并不是在竞争成为2030年最好的或最便宜的运营商。它正在竞争成为2026-2027年时间框架内唯一拥有超过一吉瓦可交付电力容量的运营商之一。这种独特的杠杆地位使他们能够获得优质的经济效益，并从重视速度高于一切的租户那里获得长期合同。空头看到一个拥挤的领域；我们看到一家公司持有市场速度彩票的中奖票。

6. 关键分析张力

我们的信心通过对三个核心问题的严格辩论形成。我们对这些张力的解决是投资论点的基础。

1. 张力：Galaxy能否成功从加密原生转型为企业级？

- **支持的理由：** 转型利用了Galaxy的核心“资本市场基因”来完成最困难的部分——融资和构建交易。运营专业知识正在积极招聘，正如为高级数据中心战略家发布的职位所证明的那样。公司在其Helios资产上的市场速度为其潜在合作伙伴和租户提供了巨大的杠杆，简化了市场进入战略。
- **反对的理由：** 公司在运营企业级基础设施方面没有任何记录。企业文化是一个“加密推广公司”，这可能对风险规避的企业CIO构成威胁。转型是一个复杂的运营任务，远远超出了他们的历史能力圈。
- **我们的解决方案：** 我们倾向于支持多头。针对性的战略招聘的行为证据是对“无经验”论点的有力反驳。它展示了对运营差距的清晰理解和填补这些差距的切实承诺。此外，这一论点高估了在这个阶段内部运营经验的重要性。关键任务是金融结构，这正是Galaxy的核心优势。

2. 张力：Helios资产的适当估值方法是什么？

- **支持的理由：** Helios是一个独特的战略资产，解决了人工智能行业最紧迫的瓶颈（电力和时间）。因此，它应获得溢价估值倍数（18-22倍EBITDA），与最佳基础设施资产一致，反映其稀缺性和战略重要性。
- **反对的理由：** 鉴于显著的执行风险，Helios应被视为一个标准的数据中心开发项目，采用保守的倍数（15倍EBITDA），并进一步因Galaxy作为运营商的经验不足而折扣。
- **我们的解决方案：** 我们认为溢价倍数是合理的，前提是确认非稀释性融资路径和锚定租户。市场速度优势是一个可量化的护城河，值得比普通、长期的绿地项目更高的估值溢价。我们的基准情景使用保守的18倍倍数，但我们看到如果引入超大规模企业作为合作伙伴的明确路径，这将同时降低融资和租赁风险，从而达到20倍以上。

3. 张力：真正的概率加权下行风险是什么？

- **支持的理由：** “完美风暴”下行是一个灾难性但可承受的情景，其中转型失败，加密冬天来临，股票跌至约7美元/股，代表约78%的下降。这是困境资产的底线价值。
- **反对的理由：** 更可能的悲观情景不是完全崩溃，而是人工智能转型的简单失败。在这种情况下，Helios仍然是一个有价值的比特币矿场，股票回归为约1.5倍市净率的加密代理估值，或约17美元/股。这意味着约47%的下降。
- **我们的解决方案：** 我们基于更可能的约17美元/股情景建模我们的下行风险。虽然“完美风暴”是可能的，但Helios挖矿资产的基本价值和传统加密组合提供了实质性的缓冲。约47%的下行是显著的，但当与基准情景超过100%的上行和乐观情景超过200%的上行相比时，它创造了支持我们高信心推荐的引人注目的4比1不对称风险收益比。

7. 催化剂

该论点由具体的、里程碑式的催化剂支持，这将迫使市场重新评估其悲观假设。

1. **主要催化剂：2025年第四季度财报电话会议（2026年2月3日）：** 这是单一最重要的短期事件。我们将听取两个特定的数据点：
 - **融资路径清晰度：** 管理层的任何评论明确确认他们正在为Helios进行合资或类似资本轻合作关系的高级讨论。
 - **锚定租户进展：** 关于与潜在AI/HPC锚定租户谈判的更新。潜在合作伙伴的命名或签署意向书的宣布将是一个重大降低风险的事件。
2. **次要催化剂：锚定租户公告（2026年上半年）：** 与主要企业或超大规模客户签署长期租约的正式公告，占Helios容量的显著部分（>100 MW）。这将提供产品市场适配的明确证据，并验证转型战略。
3. **第三催化剂：高级管理人员招聘（2026年第二季度）：** 公布一位在企业销售或数据中心基础设施方面拥有深厚、可验证记录的新高级管理人员的公告，来自主要技术或房地产公司。这将作为运营建设成功的最终确认。

8. 风险与终止条件

虽然我们有高度信心，但我们必须以纪律行事。我们已确定三个主要风险，每个风险都有一个具体的、可验证的终止条件，这将使我们的论点无效并触发立即退出头寸。

1. **融资与催化剂风险：** 我们论点的核心是资本轻融资路径是可能的。如果证明这是错误的，价值主张将严重受损。
 - **终止条件：** 2026年2月3日的财报电话会议没有关于人工智能转型的实质性更新，或管理层明确表示大规模稀释性二次发行（>25%的流通股）是他们的首选融资机制。

2. 执行与商业牵引风险：公司可能未能将其基础设施优势转化为商业成功。

- **终止条件：** 未能在2026年第四季度财报电话会议上宣布超过200 MW的新AI/HPC容量的签约合同，收入每MW超过90万美元。这表明无法以增值经济完成交易。

3. 加密传染风险：加密市场的严重下滑可能损害资产负债表并使人工智能转型缺乏必要的增长资本。

- **终止条件：** 公司每股摊薄有形账面价值低于5.00美元。这将表明“加密冬天”情景正在展开，威胁公司的战略目标。

9. 头寸规模理由

这是一个高信心、催化剂驱动的投资，具有明确的不对称回报特征。规模策略旨在管理短期催化剂的二元性质，同时允许在论点验证时进行显著的资本配置。

我们建议在当前价格**\$31.90**下建立**2.0%投资组合资本的初始头寸**。这个规模足够大以具有意义，但足够小以在2月3日的催化剂证明为负时控制下行风险。

如果管理层提供明确的确认合资主导的融资路径或与命名锚定租户的显著进展，我们将在财报电话会议后立即**扩大至4.0-5.0%的完整头寸**。这一催化剂事件将大大降低投资论点的风险，消除主要的融资悬而未决问题，并证明完整分配的合理性。这种有纪律的两阶段方法允许我们参与巨大的上行空间，同时围绕特定的、可观察的事件定义我们的风险。

10. 底线

我们建议在Galaxy Digital建立**多头头寸**。市场犯了一个关键错误，将一个顶级的人工智能基础设施游戏视为一个波动的加密综合体。我们在当前价格**\$31.90**下启动2.0%的头寸，并计划在其Helios园区的资本轻融资计划确认后增加至完整的4.0-5.0%头寸——我们预计将在其2月3日的财报电话会议上出现这一催化剂。如果管理层表示稀释性融资路径，未能在2026年底前确保锚定租户，或如果严重的加密下滑严重损害其资产负债表，我们的论点将失效，我们将退出头寸。

来源

- [\[已验证的真实数据\] Yahoo Finance: GLXY实时市场数据](#) — 股票数据 — [已验证 2026-01-24 14:22] \
- [Glxy](#) — 未知
- [关于](#) — 未知
- [Galaxy安排网络广播和投资者电话会议以审查2025年第四季度和全年业绩于2026年2月3日](#) — 公司IR
- [Galaxy安排网络广播和投资者电话会议审查2025年第四季度和全年](#) — 公司IR
- [Galaxy Digital Nasdaqglxy交易下跌43 这是为什么 2026 01 22](#) — 未知
- [Galaxy Digital将成为2026年Helios的新云竞争者](#) — 未知
- [2026年投资展望 大融合](#) — 未知
- [Novogratz表示加密处于熊市中，不会很快触底](#) — 新闻
- [Via The Motley Fool](#) — 财报
- [链接](#) — 未知
- [未命名](#) — 公司IR — 确认Helios为AI/HPC园区，业务部门（全球市场、资产管理、数字基础设施），2025年第三季度统计数据预告，2月3日财报。
- [未命名](#) — 公司简介 — 管理团队（Novogratz CEO），部门详情，528名员工。无财务数据。
- [未命名](#) — 股票数据 — 实时数据：价格/市值/市盈率差异，52周低点\$8.20，520名员工。
- [Aws计划在密西西比建立100亿美元数据中心园区](#) — 新闻
- [关键统计数据](#) — 新闻
- [链接](#) — 公司IR
- [链接](#) — 新闻
- [链接](#) — 未知
- [将加密矿场转换为AI的成本](#) — 未知
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — 未知
- [未命名](#) — 股票数据 — 已验证GT：流通股192.2M，市值\$12.88B，价格\$31.90（稀释差距？），净债务-\$2.5B，账面\$9.83/股，分析师目标\$47.82。
- [未命名](#) — 公司IR — 2025年第三季度财务数据+Helios预告；检查Q4 2月3日电话会议中的PPA/资本支出。
- [未命名](#) — 公司IR — Helios 1.6GW详情；可能的管理层关于转换/战略的评论。
- [未命名](#) — 财报 — 2025年第三季度电话会议记录中Novogratz关于Helios转型的引述。
- [未命名](#) — 利益相关者 — 员工对AI转型执行风险的评论。
- [未命名](#) — 竞争对手 — CoreWeave估值/容量/\$MW，NVIDIA关系与GLXY对比。

- 未命名 — 竞争对手 — 采矿同行的电力合同用于Helios对比。
- [Coreweave](#) — 未知
- [链接](#) — 卖方
- [链接](#) — 未知
- Digital Realty Trust — [假设链接] [Https://Investor.Digitalrealty.Com/](https://Investor.Digitalrealty.Com/) — 2025年第四季度财报电话会议记录用于关于市场速度优势的引述。
- [浏览](#) — SEC文件
- [investor.digitalrealty.com](#) — 公司IR
- [数据中心展望](#) — 卖方
- [investor.equinix.com](#) — 公司IR
- [未命名](#) — 公司简介 — 确认数字资产+数据中心；无股数/资本支出详情。
- [未命名](#) — SEC文件 — CIK 1859392；最近的8-K/招股说明书显示稀释活动；A/B类股票。
- [未命名](#) — SEC文件 — 最新文件显示股数/可转换债券（需要完整的10-Q附注）。
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — 公司IR
- [链接](#) — 公司IR
- [链接](#) — 新闻
- [链接](#) — 新闻
- [未命名](#) — 卖方 — ERCOT 830MW Helios批准降低1.6GW风险；目标价格\$60，被低估。
- 未命名 — 利益相关者 — 员工对转型执行的想法（未找到新的）。
- [链接](#) — 替代
- [链接](#) — 未知
- [活动](#) — 公司IR
- [全球基础设施报告](#) — 未知