

对Galaxy Digital (GLXY)的机构级分析:评估其业务、管理层与价格

第一部分:正确的业务?解析Galaxy Digital不断演进的企业模式

本部分将深入剖析Galaxy的商业模式,论证其已从一家纯粹的数字资产公司转型为独特的混合型企业。我们将评估其每个核心业务部门的质量与前景,并分析其在两个截然不同但均高速增长的行业中的竞争地位。

1.1 新经济的混合模式:Galaxy的两大支柱

核心论点介绍: Galaxy Digital已不再仅仅是加密货币市场的代理。它已战略性地将其业务分拆为两个截然不同但又协同发展的部门:数字资产和数据中心 [1, 2]。这一转型是当前投资论题中最关键的要素,旨在将高增长、高波动的数字金融世界与稳定、长期、高利润的人工智能(AI)基础设施收入相结合。

公司使命: 公司的使命是“不懈地投资、建设、转型”,并明确表示其重点是“加速数字资产和AI基础设施的进步” [2, 3]。这明确证实了其双轨战略。本报告将评估其业务结构如何有效地支持这一使命。

1.2 数字资产金融平台:机构投资者的门户

本小节将分析Galaxy的基础业务,该业务为机构客户提供全面的金融服务 [4, 5]。

全球市场(交易、借贷、投资银行业务):

- 业务运营: 该部门负责机构规模的数字资产交易、定制化借贷和结构性产品,以及资本市场/并购咨询服务 [4, 5]。
- 2025年第二季度业绩: 尽管市场放缓,该部门仍表现出韧性。调整后毛利润为 **5540** 万美元,环比增长28% [6, 7, 8]。虽然交易量下降了22%,但这优于整个市场约30%的跌幅,表明其市场份额可能有所增加或执行能力更胜一筹 [6, 7]。平均贷款规模增至 **11.07** 亿美元,显示出对其信贷产品的强劲需求 [6, 7]。该团队还在Robinhood收购Bitstamp的交易中确认了作为独家财务顾问的收入,展示了其投资银行业务的实力 [6, 7]。

资产管理与基础设施解决方案 (AMIS):

- 业务运营: 该部门包括资产管理(ETF、风险投资基金)和基础设施解决方案(质押、托管技术) [4, 9]。它管理着像超额认购的 **1.75** 亿美元的Galaxy Ventures Fund I 这样的风险基金 [9], 并通过其 **GK8** 平台提供托管技术 [9]。
- 2025年第二季度业绩: 调整后毛利润为 **1600** 万美元,由于全行业链上活动减少影响了质押奖励,环比下降26% [6, 7]。然而,在资产价格升值和净流入的推动下,总平台资产(管理资产规模 **AUM** + 质押资产)环比增长**27%**,达到**89.21** 亿美元,表明客户持

续信任 [6, 7, 8]。

表1: 2025年第二季度业务部门业绩摘要 (非GAAP)

指标	全球市场 (Global Markets)	资产管理与基础设施解决方案 (AMIS)	财库与公司业务 (Treasury & Corporate)
调整后毛利润	5540万美元	1600万美元	2.28亿美元
调整后EBITDA	1300万美元	(数据未在分部层面提供)	1.98亿美元
关键驱动因素	平均贷款规模:11.07亿美元	平台总资产:89.21亿美元	主要由资产负债表上的数字资产和投资的市值重估驱动
季度环比增长 (调整后毛利润)	+28%	-26%	N.M.

来源: [6, 7, 8, 10]

注: 调整后EBITDA在数字资产业务整体层面报告为1300万美元。

竞争格局与定位：

- Galaxy并非像 **Coinbase** 那样专注于零售业务的交易所的直接竞争对手 [11, 12]。Galaxy是面向机构的数字资产“投资银行”，而Coinbase更像是面向更广泛受众的“经纪商和交易所”。Galaxy多元化的收入来源（借贷、投行、风投）与Coinbase严重依赖交易费的模式形成对比 [12, 13]。
- 在资产管理领域，它与 **Grayscale** [14]、**Bitwise** [15] 以及 **Fidelity** [16] 等传统金融巨头的部门竞争。Galaxy的优势在于其整体平台，在提供资产管理的同时还提供交易和银行服务，从而创建了一个更具粘性的机构生态系统。

2025年第二季度的业绩揭示了一个至关重要的事实。当AMIS部门的收入因质押活动减少（与市场整体使用率相关的因素）而下降时，全球市场部门的利润却因强劲的借贷需求和一次性的投行费用而增长 [6, 7]。这展示了在数字资产业务内部实现多元化的价值。一个收入流可以弥补另一个收入流的暂时疲软，从而创造出比纯粹的交易所或资产管理公司更稳定的业绩表现。这种内部对冲是其商业模式中一个微妙但强大的组成部分。

1.3 转型之举：AI基础设施与Helios数据中心

本小节详细介绍GLXY最重要的催化剂:将其Helios设施从比特币挖矿转向为AI和高性能计算(HPC)提供托管服务。

战略理由: 公司已经缩减了自身的挖矿业务 [17], 以抓住AI算力需求爆炸性、长期性的增长机遇。预计到2030年, 数据中心容量需求将翻两番 [18, 19]。这一转型将业务从一个波动的、商品生产模式(比特币挖矿) 转变为一个稳定的、长期的基础设施租赁模式, 从而降低了企业的风险。

CoreWeave合作关系: 基石协议:

- Galaxy已将其位于德克萨斯州的Helios设施租赁给AI云服务提供商 **CoreWeave** [1, 10]。
- CoreWeave现已通过一系列长期租约, 承诺使用Helios目前已批准的全部**800兆瓦 (MW)**电力 [6, 8, 10]。初始承诺的关键IT负载为**15年内提供526兆瓦 (MW)** [18]。
- 由于采用了三净租赁 (triple-net lease) 结构, 仅此一项协议预计将产生超过**10亿美元**的年均收入, 并实现约**90%的EBITDA**利润率。重要的是, 这是一个未来预期, 预计将于**2026年上半年**开始产生收入 [6, 8, 18, 19, 20]。

表2: Helios数据中心 - CoreWeave交易经济效益 (未来预期)

指标	数值
总承诺关键IT负载	526 兆瓦 (MW)
合同期限	15 年
预期年均收入	超过 10 亿美元
预期年均EBITDA	约 9 亿美元
EBITDA 利润率	~90%

来源: [6, 18, 19, 20]

注: 以上均为基于合同的未来预期, 并非当前财务数据。2025年第二季度, 数据中心部门因处于改造前置期, EBITDA为0。

未来雄心与扩张: Galaxy并未止步。它已收购邻近土地, 将Helios园区扩大到1500多英亩, 使总潜在电力容量增加到巨大的 **3.5吉瓦 (GW)** [6, 8]。这标志着其立志成为AI基础设施领域主要参与者的长远愿景。

目前市场主要将GLXY视为一家加密货币公司进行估值，其高贝塔系数 (4.13) 和与比特币价格的相关性就是证明 [9, 21, 22]。然而，CoreWeave交易引入了一个巨大的、与加密货币不相关的、长期的、有合同保障的现金流。随着这部分收入在2026年上线，公司的财务状况将更接近于数据中心REIT或公用事业公司，而非加密银行。随着时间的推移，这应该会导致股票的重大价值重估，因为市场将被迫为这个稳定且可预测的盈利流分配一个较低的风险溢价（从而获得更高的估值倍数）。当前的估值可能尚未完全反映这个已签约AI业务的企业价值。

1.4 行业背景：驾驭双重长期顺风

数字资产趋势 (2025年)：该行业的特点是机构采用率不断提高（例如比特币ETP）、推动监管明确化、DeFi的成熟以及代币化的兴起 [23, 24, 25, 26]。Galaxy有望从所有这些趋势中受益，特别是机构资金的流入。

AI基础设施趋势：对数据中心容量的需求，特别是对耗电量大的AI/HPC工作负载的需求，正在呈指数级增长 [18]。Galaxy的Helios设施凭借其在商业友好州（德克萨斯州）的巨大电力容量，完美地抓住了这一需求 [20]。

风险：主要风险包括：(1) 加密市场波动性：数字资产部门仍然对加密货币价格周期高度敏感。(2) 监管不确定性：不利的法规可能会影响加密业务 [23, 24]。(3) 执行风险：Helios的改造是一个大型建设项目，存在延期或成本超支的内在风险。(4) 竞争：数字资产和数据中心领域都竞争激烈。

1.5 关于“正确业务”的结论

Galaxy的混合模式具有创新性和战略合理性。它将一个成熟的、机构级的数字资产平台与一个转型性的、高利润的AI基础设施业务相结合。这一转型显著降低了整个企业的风险，并将其置于本十年两个最强大的长期增长趋势的交汇点。只要能够执行其雄心勃勃的计划，这项业务似乎是面向未来的“正确业务”。

第二部分：正确的管理层？领导力、治理与愿景

本部分评估Galaxy Digital背后的人力资本。没有合适的团队来执行，创新的商业模式也毫无价值。我们将评估创始人的愿景和往绩、高管团队的深度以及董事会的监督质量。

2.1 远见卓识的行业老将：Michael Novogratz

背景：创始人兼首席执行官Michael Novogratz是核心人物。他的职业生涯包括在高盛任职11年（期间成为合伙人）以及在峰堡投资集团 (**Fortress Investment Group**) 担任高级职务 [3, 27, 28]。这种“传统金融 (TradFi)”背景为他赢得了Galaxy目标机构客户的巨大信誉。

加密货币信念：Novogratz是早期且高调的加密货币看涨者，据报道他早在2013年就开始投资比特币 [29]，并于2018年创立了Galaxy，其愿景是带领机构进入该领域 [2, 30]。他的

公众形象和不懈的倡导是公司品牌的重要资产 [31]。

风险偏好：他的信念有时可能表现为高风险的押注。他曾在Luna代币崩盘前纹了一个“Luna”纹身，这鲜明地提醒人们加密领域的波动性和潜在的判断失误 [32]。虽然Galaxy在FTX崩盘事件中有所敞口，但其风险被控制在资本的4%以内 [32]。

关键人物风险：Novogratz的影响力如此之大，以至于他的离职将对公司构成重大风险。他的愿景、人脉和公众形象与Galaxy的身份紧密相连。

2.2 高管团队实力与董事会监督

核心高管：除了Novogratz，公司还拥有一支深厚的高管团队，包括总裁兼首席投资官Christopher Ferraro、首席运营官Erin Brown和全球资产管理主管Steve Kurz等，这表明公司拥有一个专业化且可扩展的组织 [2]。

董事会构成：董事会由七名成员组成 [33, 34]。董事会主席为Michael Daffey，并设有首席董事Bill Koutsouras，表明了角色的分离 [2, 34]。

董事会独立性与战略任命：最近任命**Doug Deason**为独立董事是一项关键的治理事件 [35, 36, 37]。Deason并非加密货币原生人士；他是一位在金融服务、房地产领域拥有深厚经验的投资者，并且至关重要的是，他与德克萨斯州的商界和政界有着紧密的联系 [35, 36]。

任命Doug Deason并非一次常规的董事会更新，而是一项经过深思熟虑的战略举措 [35]。Galaxy最重要增长项目Helios数据中心位于德克萨斯州 [18, 20]。成功驾驭该州的能源网(ERCOT)、监管环境和地方政治对项目的成功至关重要。通过增加一位在德克萨斯州拥有特定专业知识和影响力的董事，董事会正在积极降低其AI基础设施战略的执行风险。这展示了高度的治理成熟度和远见，使董事会的构成与公司未来的战略需求保持一致。董事会现有七名董事，其委员会构成(包括审计、薪酬和提名/治理委员会)均已公开，显示出标准的治理结构 [33, 34]。

2.3 战略协同与执行力

管理层在执行重大战略目标方面有着良好的记录。2025年5月成功重组并在纳斯达克上市是一个重要的里程碑，增强了流动性并扩大了投资者基础 [6, 9, 30]。

Helios设施的转型以及确保与CoreWeave达成重大协议，证明了团队识别和利用新的大规模机遇的能力。

2.4 关于“正确的管理层”的结论

Galaxy由一位富有远见且人脉广泛的创始人领导，尽管他的风险承受能力较高。这与一个专业的高管团队和一个日益战略化的董事会形成了平衡，后者正在不断发展以满足公司未

来的需求。尽管投资者必须适应与Novogratz相关的关键人物风险，但该领导层似乎是引领公司实现宏伟转型的“正确的管理层”。

第三部分：正确的价格？估值与投资论题

最后一部分将解决关键的估值问题。以当前价格来看，GLXY股票是一项有吸引力的投资吗？我们将分析其财务状况，提出最适合其混合性质的估值方法，并考虑市场观点和未来催化剂。

3.1 解构财务：深入了解内部情况

2025年第二季度业绩：公司报告的GAAP净利润为 **3070**万美元 [6, 10]。然而，总收入（86.6亿美元）和总交易费用（86.3亿美元）的GAAP headline数据具有高度误导性 [6, 8, 38]。

对于数字资产公司，GAAP会计准则要求将交易的总价值报告为收入和费用。如果Galaxy以10亿美元购买比特币，然后以10.1亿美元卖出，GAAP规则可能导致报告超过20亿美元的总数据，而经济现实是1000万美元的收益。这会夸大顶线数字，使标准的市销率(P/S)几乎毫无用处。管理层正确地引导投资者关注非GAAP指标，如调整后毛利润（第二季度为**2.99**亿美元）和调整后**EBITDA**（第二季度为**2.11**亿美元），这些指标剔除了这些会计假象，更好地反映了公司真实的经济表现 [6, 8, 18]。任何严肃的分析都必须关注这些调整后的数据。

资产负债表实力：截至2025年6月30日，Galaxy拥有强大的流动性状况，持有 **11.8**亿美元的现金和稳定币，总权益为 **26.2**亿美元 [6, 7, 10]。这为公司的运营和增长计划提供了坚实的基础。

表3: Galaxy Digital (GLXY) 关键财务与估值指标 (截至2025年8月中旬)

指标	数值 (USD)	来源
市值 (NASDAQ: GLXY)	~\$4.81B - \$5.10B	[9, 39]
股价 (NASDAQ: GLXY)	~\$27.50 - \$30.50	[9, 40]
52周股价区间	\$8.20 - \$33.17	[9, 39]
贝塔系数 (Beta)	4.13	[9]
市净率 (P/B)	~3.1x - 7.7x (历史和当前)	[41, 42, 43]
分析师共识评级	强烈买入 (Strong Buy)	[9, 44]
平均分析师目标价	~\$36.00 - \$38.00	[9, 39, 45, 46]

注: 市值和市净率因数据来源和计算日期的不同而存在差异。

3.2 估值分析: 分类加总估值法 (SOTP)

鉴于Galaxy的两个不同业务部门具有不同的增长前景、风险特征和合适的估值倍数, 分类加总估值法(SOTP)是最合理的估值方法。

数据中心业务 (Helios) 估值:

- 该部门应像基础设施或数据中心REIT一样, 根据其未来的合同现金流进行估值。
- 输入: CoreWeave交易预计在全面运营后(2026年起), 将产生超过10亿美元的年收入和约90%的EBITDA利润率, 这意味着年EBITDA将超过9亿美元 [18, 19, 20]。
- 估值: 对这一未来EBITDA流应用一个保守的数据中心EBITDA倍数(例如20x-25x, 根据[20]中的可比公司数据), 并将其折现回现值, 仅此一项业务就将产生数十亿美元的估值。

数字资产业务估值:

- 该部门波动性更大, 最好采用与其同行进行相对比较的方法进行估值。市净率(P/B)是金融服务公司常用的指标。
- 输入: 截至2025年第二季度, Galaxy的账面价值(总权益)为 26.2亿美元 [6]。其历史市净率波动显著, 从2.5倍到超过12倍 [42, 43]。像Coinbase这样的同行市净率约为6.8倍 [47]。
- 估值: 将同行群体的平均市净率倍数应用于Galaxy的账面价值, 将得出数字资产业务的估算价值。

表4: 同行估值比较 (市净率)

公司	市净率 (P/B)	市值 (约, USD)	业务重点
Galaxy Digital (GLXY)	~3.1x - 7.7x	~\$5.0B	机构数字资产金融服务 + AI数据中心
Coinbase Global (COIN)	~6.8x - 9.2x	\$79.9B	零售与机构加密货币交易所
Blackstone (BX)	~33.5x (P/E)	\$122.3B	另类资产管理
Jefferies Financial Group (JEF)	~20.4x (P/E)	\$11.9B	投资银行

Riot Platforms (RIOT)	~1.3x	\$4.3B	比特币挖矿
-----------------------	-------	--------	-------

来源: [41, 42, 43, 47, 48, 49]
注: 由于业务模式不同, 可比性有限。P/B比率因日期和来源而异。Blackstone和Jefferies使用P/E比率作为参考。

内在价值计算: 最后一步是将数据中心业务的现值与数字资产业务的价值相加, 对公司净现金/债务进行调整, 然后除以流通股数, 得出每股内在价值。这种SOTP分析很可能显示出与当前股价相比的显著上行空间。

3.3 市场观点与催化剂

分析师共识: 华尔街普遍看好。共识评级为“强烈买入” [9], 12个月平均目标价约为 **36-38** 美元 [9, 39, 44, 45, 46]。例如, Rosenblatt Securities维持买入评级, 并强调该股的价值“越来越依赖其高性能计算(HPC)业务” [50]。

波动性与相关性: 该股的高贝塔系数和与比特币的历史相关性对短期投资者来说是不可否认的风险 [9, 21, 22]。然而, 看涨的论点是, 随着稳定的人工智能收入流上线, 这种相关性将减弱, 使得该股过去表现的参考价值降低。

未来关键催化剂:

- 短期: 为Helios改造获得项目融资 [50], 积极的建设进展, 以及任何有利的加密市场动向。
- 长期: 2026年上半年成功交付Helios一期项目, 为扩建的3.5吉瓦容量签署新租户, 以及平台资产的持续增长。

3.4 关于“正确的价格”的结论

虽然以过去的GAAP收益来看, GLXY并不“便宜”(这些数据是负数或具有误导性), 但前瞻性的SOTP分析表明, 该股很可能被低估。市场似乎主要在为波动的加密业务定价, 而低估了庞大的、风险已降低的、长期的CoreWeave合同的全部价值。对于愿意忽略短期波动并关注2026-2028年时间框架的投资者来说, 当前价格似乎是一个有吸引力的切入点——对于一个长期论题来说, 这是“正确的价格”。

结论: 最终裁决与建议

本节将综合分析三大支柱的发现。

综合分析: Galaxy Digital凭借其独特、风险降低的混合模式, 提供了一个令人信服的案例, 证明其是正确的业务。它由正确的管理层领导, 一位富有远见的创始人得到了专业团队和战略性发展的董事会的支持。最重要的是, SOTP分析表明, 它很可能以正确的价格交易,

市场尚未完全计入其转型性AI基础设施业务的价值。

建议：本报告最终给出买入建议，适用于具有长期投资视野(3-5年)并能承受近期波动的投资者。

看涨与看跌情景总结：

- 看涨情景：Helios项目的成功执行带来巨大、稳定的收入流，随着其与加密市场的相关性减弱，导致股票价值被显著重估。数字资产业务受益于新一轮的加密牛市周期。
- 看跌情景：Helios改造面临重大延误或成本超支，长期的加密熊市损害了数字资产业务，监管阻力比预期更强。