

2024年05月28日

微软领衔 AIPC 新品推出 加密现货 ETF 再添新军

——海外科技周报（24/05/20-24/05/24）

投资要点：

证券分析师

郑嘉伟

S1350523120001

zhengjiawei@huayuanstock.com

联系人

郑嘉伟

S1350523120001

zhengjiawei@huayuanstock.com

相关研究

- **海外 AI：1) 本周微软举行 Build 2024 开发者大会，大会前夕发布“Copilot+PC”。**“Copilot+PC”的推出对于硬件和应用层面两方面具有重要意义，1) 硬件层面，“Copilot+PC”的推出可能是 Arm PC 的重要转折，此前微软一直推动 Windows on Arm，但是进展相对较慢，此次微软称其新设备在 87% 的情况下运行的都是 Arm 原生应用程序，“Copilot+PC”率先搭载高通 Arm 架构处理器，在 AI 性能和续航能力上大大提升。2) 应用层面融合 OpenAI 上周推出的 GPT-4o，Copilot 可以真正“看懂你的屏幕”，Copilot 可以根据用户屏幕上看到的内容来回答问题，真正做到理解用户。微软 Build 2024 开发者大会，推出了一系列新的 AI 功能，发布了三种小语言模型以及更新了 Cobalt 100 CPU，向云计算服务客户提供预览版。2) **本周英伟达发布 FY25Q1 业绩，Blackwell 出货进展超预期。**公司一季度收入、利润再创新高，均显著超过公司此前业绩指引。FY25Q1 公司实现 260.4 亿美元营收 (yoy+262%，qoq+18%)，GAAP 净利润 148.8 亿美元 (yoy+628%，qoq+21%)，毛利率为 78.4%，环比提升 2.4pct。根据公司 2Q25 业绩指引，公司营收指引为 280 亿美元 (1±2%)，GAAP 口径下毛利率为 74.8% (±50 个基点)。从产品出货节奏来看，Blackwell 已经开始投入生产，二季度会开始出货，三季度加速上量，四季度客户的数据中心建立。Blackwell 后还有一款芯片，公司计划一年推出一款新品。
- **板块行情回顾：本周（2024/5/20 至 2024/5/24）港美科技股分化，美股科技股强势上涨。**本周恒生科技收于 3799.5，指数下跌 7.6%，跑输恒生指数 2.8pct；费城半导体指数收于 5220.9，指数上涨 4.8%，跑赢纳斯达克 100、标普 500 指数。**本周英伟达引领美股 AI 板块强势上涨。**个股方面，本周相关标的涨幅 TOP5 的公司分别为英伟达 (+15%)、VERTIV (+10%)、泰瑞达 (+9%)、亚德诺 (+9%)、VISTRA (+9%)；跌幅 TOP5 的公司分别为理想汽车 (-18%)、同程旅行 (-17%)、哔哩哔哩 (-16%)、京东 (-14%)、网易 (-14%)。
- **Web3 与加密市场：1) 接上周降息预期升温，本周美联储发表鹰派讲话，加密资产价格受到扰动。**上周通胀数据公布后，美国降息预期升温，叠加以太坊现货 ETF 批准预期，上周加密资产价格强势反弹。本周美联储发表鹰派讲话后，加密资产价格有所回落。2) **美国 SEC 批准以太坊现货 ETF，加密世界合规化新里程碑。**5月23日，美国证券交易委员会 (SEC) 宣布批准纽交所、芝加哥期权交易所 (CBOE) 和纳斯达克提交的以太坊现货 ETF 交易相关计划，驱动加密市场合规化新里程碑。
- **本周我们针对此轮加密核心资产反弹强势标的 MSTR 进行估值溢价专题分析，**根据 1) MSTR 加密核心资产估值溢价 = MSTR 隐含的加密核心资产价值/MSTR 持有加密核心资产实际总价值-1，与 2) MSTR 隐含的加密核心资产价格 = MSTR 隐含的加密核心资产价值/MSTR 持有加密核心资产数量，代入最新 MSTR 市值、MSTR 持有加密核心资产数量与加密核心资产价格数据 (数据时间为 2024 年 5 月 24 日)，得出 MSTR 加密核心资产估值溢价为 95.07%；得出 MSTR 目前隐含的加密核心资产价格为 13.37 万美元，是加密核心资产实际价格的 1.95 倍，处于历史的最高倍数 3.35 的 58.27% 的位置。
- **板块行情回顾：1) 本周全球加密货币总市值持续提升，加密市场情绪当前处于贪婪区间。**根据 CoinMarketCap 数据，截至 2024 年 5 月 25 日，全球加密货币现货市场总市值达 2.56 万亿美元，较上周五的 2.36 万亿美元持续提升。交易层面，根据 CoinMarketCap 数据，2024 年 5 月 25 日，全球加密货币总成交额为 840 亿美元，占总市值比重为 3.26%。2) **本周挖矿及矿机板块涨幅居前。**个股方面，本周相关标的涨幅 TOP5 的公司分别 Core Scientific、Iris Energy、Mawson Infrastructure、Sphere 3D、Greenidge。
- **投资分析意见：海外 AI：**北美云厂商 capex 上修，继续加码 AI 投资，英伟达 FY25Q1 业绩超预期，我们认为算力基础设施建设仍有望维持高景气度，建议关注 AI 基础设施产业链投资机会，建议关注核心标的英伟达，以及受益 GB200 结构变化的铜缆、液冷、服务器等环节；大模型快速迭代，实用性大幅提升，AIPC 新品近期陆续推出，推动 AI 端侧落地提速，建议关注核心品种苹果，以及 OEM、WOA 等板块。**Web3：**加密核心资产合规化进展加速，未来价格预计仍然受联储利率、现货 ETF 净流入、大选等核心驱动因素影响，建议关注交易所、屯币、挖矿等环节。
- **风险提示：**大模型技术发展不及预期、PC/手机等终端需求复苏不及预期、美国联邦基金利率剧烈波动。



目录

1. 海外 AI	3
1.1 市场行情回顾	3
1.2 本周重要事件回顾	5
1.2.1 微软举办 Build 2024 开发者大会，聚焦 Copilot 开启人工智能新时代	5
1.2.2 英伟达发布 FY25Q1 业绩，Blackwell 出货进展超预期	10
1.3 近期重要事件预告	16
2. Web3 与加密市场	17
2.1 加密货币市场行情回顾	17
2.2 本周重要事件回顾	19
2.3 加密资产核心标的专题分析：MSTR 隐含加密定价	20
2.3.1 公司介绍：加密核心资产的重要持有者	20
2.3.2 MSTR 加密核心资产估值溢价分析	21
3. 风险提示	23

1. 海外 AI

1.1 市场行情回顾

本周 (2024/5/20 至 2024/5/24) 港美科技股分化, 美股科技股强势上涨。本周恒生科技收于 3799.5, 指数下跌 7.6%, 跑输恒生指数 2.8pct; 费城半导体指数收于 5220.9, 指数上涨 4.8%, 跑赢纳斯达克 100、标普 500 指数。

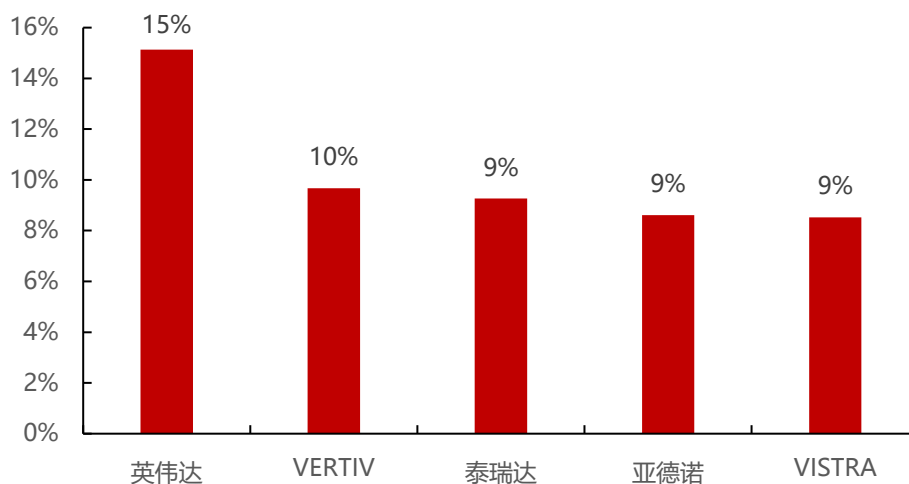
表 1: 港美股重要科技指数涨跌幅 (截止 2024/5/24)

指数代码	指数简称	指数点位	本周涨幅	月内涨幅	年内涨幅
SPX.GI	标普 500	5304.7	0.0%	5.3%	11.2%
NDX.GI	纳斯达克 100	18808.4	1.4%	7.8%	11.8%
SOX.GI	费城半导体指数	5220.9	4.8%	11.7%	25.0%
HSI.HI	恒生指数	18608.9	-4.8%	4.8%	9.2%
HSTECH.HI	恒生科技	3799.5	-7.6%	2.7%	0.9%
8884057.WI	TAMAMA 科技指数	14370.5	2.7%	10.9%	21.8%
931734.CSI	港美上市中美科技	3982.1	-2.7%	5.6%	1.9%

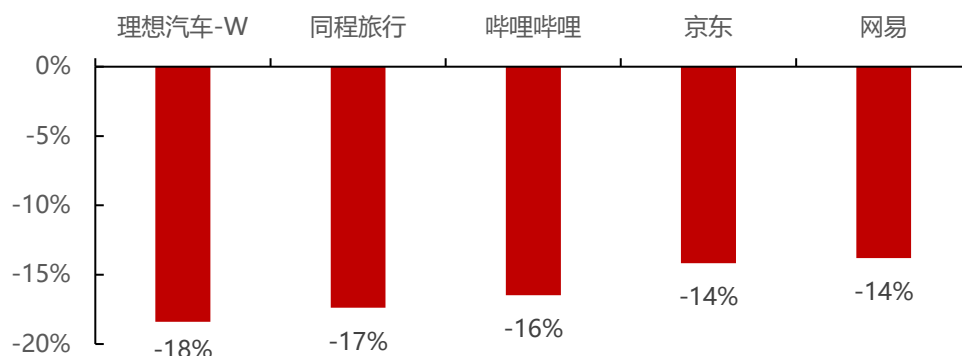
资料来源: wind、华源证券研究

本周英伟达引领美股 AI 板块强势上涨。个股方面, 本周相关标的的涨幅 TOP5 的公司分别为英伟达 (+15%)、VERTIV (+10%)、泰瑞达 (+9%)、亚德诺 (+9%)、VISTRA (+9%); 跌幅 TOP5 的公司分别为理想汽车 (-18%)、同程旅行 (-17%)、哔哩哔哩 (-16%)、京东 (-14%)、网易 (-14%)。

图 1: 本周板块涨幅前五公司



资料来源: wind, 华源证券研究

图 2：本周板块跌幅前五公司


资料来源：wind，华源证券研究

表 2：海外 AI 重点标的的市场表现（截止 2024/5/24）

板块	细分板块	证券代码	证券简称	市值 (亿美 元)	收盘价(美 元)	本周涨 幅	月内涨 幅	年内涨 幅
AI 基础 设施	云厂商	AMZN.O	亚马逊	18810.0	180.75	-2%	3%	19%
	云厂商	GOOGL.O	谷歌	21700.5	174.99	-1%	8%	25%
	云厂商	MSFT.O	微软	31970.8	430.16	2%	11%	15%
	云厂商	META.O	脸书	12130.2	478.22	1%	11%	35%
	云厂商	ORCL.N	甲骨文	3378.2	122.91	0%	8%	17%
	云侧芯片	NVDA.O	英伟达	26231.1	1064.69	15%	23%	115%
	云侧芯片	AMD.O	超威半导体	2688.9	166.36	1%	5%	13%
	能源	CEG.O	CONSTELLATION ENERGY	727.0	230.63	8%	24%	98%
	能源	VST.N	VISTRA	354.8	102.1	9%	35%	166%
	服务器	SMCI.O	超微电脑	517.6	883.88	0%	3%	211%
	服务器	DELL.N	戴尔科技	1138.0	160.18	7%	29%	111%
	液冷	VRT.N	VERTIV	397.4	106.17	10%	14%	121%
	网络	APH.N	安费诺(AMPHENOL)	818.3	136.24	3%	13%	38%
	网络	ANET.N	ARISTA 网络	960.6	306.55	-4%	19%	30%
网络	MRVL.O	迈威尔科技	740.7	76.68	7%	16%	27%	
网络	AVGO.O	博通	6524.2	1407.84	1%	8%	27%	
边缘 AI	端侧芯片	INTC.O	英特尔	1307.8	30.72	-3%	1%	-38%
	端侧芯片	QCOM.O	高通	2347.6	210.36	9%	27%	46%
	端侧芯片	ARM.O	ARM	1192.6	114.64	4%	13%	53%
AI 应用	AI PC/PHONE	AAPL.O	苹果	29131.7	189.98	0%	12%	-1%
	AI 应用	ADBE.O	奥多比	2129.9	475.43	-2%	3%	-20%
	AI 应用	CRWD.O	CrowdStrike	854.7	351.47	2%	20%	38%
AI 应用	DUOL.O	DUOLINGO	76.9	178.4	0%	-21%	-21%	
具象化 ai	智能驾驶、机器 人	TSLA.O	特斯拉	5716.3	179.24	1%	-2%	-28%

资料来源：wind、华源证券研究

1.2 本周重要事件回顾

1.2.1 微软举办 Build 2024 开发者大会，聚焦 Copilot 开启人工智能新时代

美国时间 5 月 21 日，微软举办 Build 2024 开发者大会，推出了一系列新的 AI 功能，发布了三种小语言模型并更新了 Cobalt 100 CPU，向云计算服务客户提供预览版。

轻量化小语言模型上新，同时推出 Phi-3 家族第一个多模态模型。微软发布 Phi-3-small 7B、Phi-3-medium 14B 和 Phi-3-vision 4.2B 三个小语言模型。Phi-3 模型设计为在设备上运行，无需连接到网络，从而允许用户在无法运行 GPT-4o 等基于云的模型的环境中访问它们。仅 7B 参数的 Phi-3-small 在各种语言、推理、编码和数学基准测试中击败了 GPT-3.5 Turbo。具有 14B 参数的 Phi-3-medium 性能优于 Gemini 1.0 Pro。仅具有 4.2B 参数的 Phi-3-vision 在一般视觉推理任务、OCR、表格和图表理解任务中表现优于 Claude-3 Haiku 和 Gemini 1.0 Pro V 等大型模型。

图 3：文本能力对比



资料来源：微软官网，华源证券研究

图 4：Phi-3-vision benchmark 对比

Category	Benchmark	Phi-3-Vision-128K-In	Llava-1.6-Vicuna-7B	QWEN-VL-Chat	Llama3-Llava-Next-8B	Claude-3-Haiku	Gemini 1.0-Pro V	GPT-4V-Turbo
Popular aggregated benchmark	MMMU (ext)	40.4	34.2	39.0	36.4	40.7	42.0	55.5
	MMBench (gen-1)	80.5	76.3	75.8	79.4	62.4	80.0	86.1
Visual scientific knowledge reasoning	ScienceQA (emp-test)	90.8	70.6	67.2	73.7	72.0	79.7	75.7
	MathVista (baseline)	44.5	31.5	29.4	34.8	33.2	35.0	47.5
Visual math reasoning	InterGPS (ext)	38.1	20.5	22.3	24.6	32.1	28.6	41.0
	A2D (test)	76.7	63.1	59.8	66.9	60.3	62.8	74.7
Chart reasoning	ChartQA (test)	81.4	55.0	50.9	65.8	59.3	58.0	62.3
	TextVQA (ext)	70.9	64.6	59.4	55.7	62.7	64.7	68.1
Document Intelligence	POPE (ext)	85.8	87.2	82.6	87.0	74.4	84.2	83.7

资料来源：微软官网，华源证券研究

硬件层面，微软 AI 自研芯片更新，与英伟达进行全栈合作，一供+二供+自研的局面逐步形成。Azure Cobalt 100 是 Microsoft 的第一个内部中央处理单元 (CPU)，现已向 Azure 云计算服务客户提供预览版。Cobalt 的发布代表了微软与云计算市场主要竞争对手竞争战略的重要一步。公司宣布其将成首批提供英伟达 Blackwell GPU 的平台，与英伟达的合作覆盖了从云、AI 平台再到 App 应用的全栈流程；同时与 AMD 合作，Azure 将成为首个提供加速器 ND MI300X V5 通用版的云平台；此外，微软也更新了其云端训练和推理的 AI 芯片 Azure Maia。

图 5：微软 Azure Cobalt 进入公开预览阶段



资料来源：微软官网，华源证券研究

图 6：微软 Azure Maia 更新



资料来源：微软官网，华源证券研究

图 7：微软与英伟达全栈合作



资料来源：微软官网，华源证券研究

图 8：微软与 AMD 合作



资料来源：微软官网，华源证券研究

Copilot 进一步升级更新，推出 Team Copilot，它将 Copilot for Microsoft 365 从幕后个人 AI 助手扩展为团队中有价值的新成员。 Team Copilot 可以作为会议主持人，管理议程、跟踪时间并做笔记。它可以充当聊天中的协作者，显示重要信息、跟踪操作项并解决未解决的问题。它可以充当项目经理，帮助确保每个项目顺利运行，并在需要团队输入时通知团队。Team Copilot 将于今年早些时候推出预览版。

在 Build 2024 开发者大会前夕，5 月 20 日微软发布了自家最新的“Copilot+PC”，是专为 AI 设计的新型 Windows PC，有望开启 Windows on Arm 新时代。

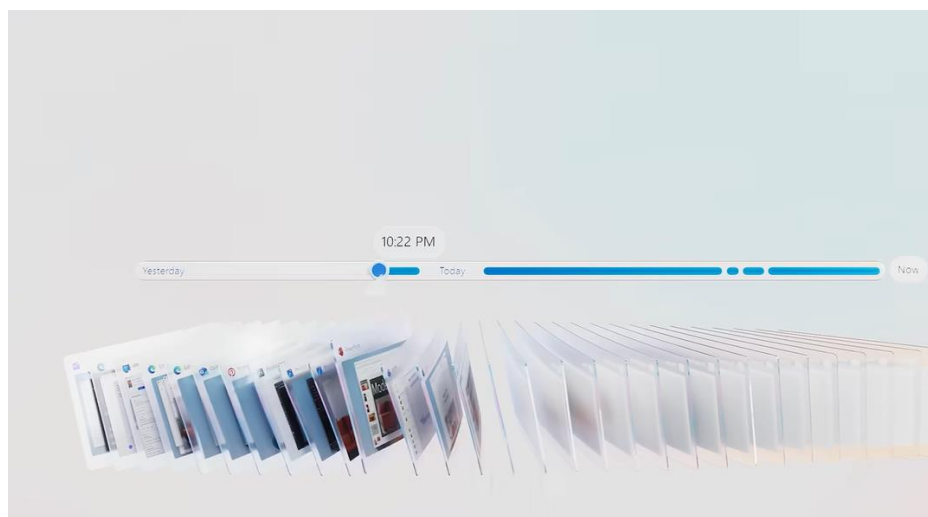
“Copilot+PC”的推出对于硬件和应用层面两方面具有重要意义，1) 硬件层面，“Copilot+PC”的推出可能是 Arm PC 的重要转折，此前微软一直推动 Windows on Arm，但是进展相对较慢，此次微软称其新设备在 87% 的情况下运行的都是 Arm 原生应用程序，此次“Copilot+PC”率先搭载高通 Arm 架构处理器，在 AI 性能和续航能力上大大提升。2) 应用层面融合 OpenAI 上周推出的 GPT-4o，Copilot 可以真正

“看懂你的屏幕”，Copilot 可以根据用户屏幕上看到的内容来回答问题，真正做到理解用户。

根据公司官网，Copilot+PC 是迄今为止最快、最智能的 Windows PC。 微软引入了全新的系统架构，将 CPU、GPU 和新的性能神经处理单元 (NPU) 的强大功能结合在一起。凭借强大的新型芯片，NPU 算力能够实现 40+ TOPS、全天的电池寿命以及对最先进人工智能模型的访问，Copilot+ PC 能够完成任何其他 PC 上无法完成的事情。例如通过 Recall 轻松查找并记住用户在 PC 中看到的内容，使用 Cocreator 直接在设备上近乎实时地生成和优化 AI 图像，并通过实时字幕消除语言障碍，将 40 多种语言的音频翻译成英语等。此外微软还宣布与全球一些最大、最受欢迎的应用合作，利用 NPU 的强大功能提供全新的创新性 AI 体验，包括 Adobe、DaVinci Resolve Studio、capcut、cephable、liquidtext 等。

“Copilot+PC”新增 Recall 功能值得重点关注，功能全部在端侧处理。 通过 Recall 功能用户可以跨时间滚动，在任何应用程序、网站、文档等的时间轴中查找所需的内容。使用屏幕快照直观地进行交互，并通过基于目标识别的建议操作帮助用户进行下一步操作。Recall 利用用户的个人语义索引，索引完全构建并存储在设备上。快照是用户自己的，它们保留本地电脑上。用户可以删除单个快照，在“设置”中调整和删除时间范围，或者直接通过任务栏上系统托盘中的图标随时暂停，还可以过滤不保存的应用程序和网站。

图 9: recall 功能示意图

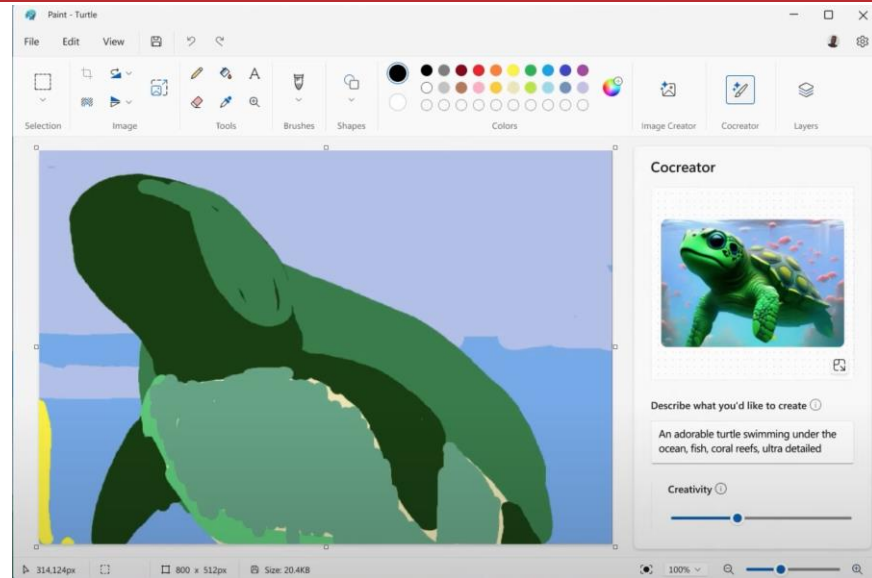


资料来源：微软官网，华源证券研究

内置于 Windows 中的 AI 支持图像创建和编辑功能。 自 Image Creator 推出以来，已生成近 100 亿张图像，帮助更多人通过使用自然语言描述他们想要创造的内容，轻松地将他们的想法变为现实。然而，当今的云产品可能会限制创建图像数量，甚至会出现隐私问题。通过使用神经处理单元 (NPU) 和强大的本地小语言模型，为这一项应用带来创新的新体验。使用 Cocreator 将墨迹笔画与文本提示相结合，几乎实时

生成新图像。当用户笔触迭代时，图稿也会迭代，帮助用户更轻松地完善、编辑和发展用户的想法。基于扩散的算法可通过最少的步骤优化最高质量的输出，让用户感觉像是在与人工智能一起创作。

图 10: Cocreate 功能示意图



资料来源：微软官网，华源证券研究

其他各大品牌同步推出 Copilot+PC。微软不仅自己推出全新的 Copilot+ PC——新一代的 Surface Pro 和 Surface Laptop，同时与各大 OEM 厂商（宏碁、华硕、戴尔、惠普、联想、三星）合作全新 Copilot+PC，将于 6 月 18 日开始上市，起价为 999 美元，价格比类似规格的设备便宜 200 美元。

表 3: 各大品牌的新款 Copilot+ 电脑将于 6 月 18 日起上市

品牌	具体产品
Acer	Acer 的 Swift 14 AI 2.5K 触摸屏使用户能够以更高的精度和色彩准确的图像绘制和编辑用户的视觉。只需轻触专用的 AcerSense 按钮，即可启动并发现 AI 增强功能，例如 Acer PurifiedVoice 2.0 和 Purified View。
华硕	华硕 Vivobook S 15 是一款功能强大的设备，通过 Snapdragon X Elite 平台和内置 Qualcomm® AI 为生活带来 AI 体验。它拥有 40+ NPU TOPS、双风扇冷却系统和高达 1 TB 的存储空间。下一代人工智能增强功能包括 Windows Studio 特效 v2 和华硕 AiSense 摄像头，以及自适应调光和锁定的存在检测功能。它专为便携性而设计，采用超薄、轻便的全金属设计、大容量电池以及单区 RGB 背光键盘的高级造型。

戴尔 戴尔推出五款全新 Copilot+ PC，包括 XPS 13、Inspiron 14 Plus、Inspiron 14、Latitude 7455 和 Latitude 5455，提供一系列消费级和商用选项，可实现突破性的电池寿命和独特的 AI 体验。XPS 13 由 Snapdragon X Elite 处理器提供支持，具有优质的未来派设计，而 Latitude 7455 则拥有令人惊叹的 QHD+ 显示屏和具有 AI 降噪功能的四扬声器。Inspiron 14 和 Inspiron 14 Plus 采用 Snapdragon X Plus 1，采用轻质低碳铝制成。

惠普 惠普的 OmniBook X AI 电脑和搭载 Snapdragon X Elite 的 HP EliteBook Ultra G1q AI 电脑采用纤薄时尚的设计，提供先进的性能和移动性，带来更加个性化的计算体验。功能包括持久的电池寿命和人工智能驱动的生产力工具，例如实时转录和会议摘要。Poly Studio 水晶般清晰的音频支持具有自动取景和眼部对焦功能的 5MP 摄像头，以增强虚拟交互。

联想 联想推出两款 AI PC：一款是专为消费者打造的 Yoga Slim 7x，另一款是专为商业打造的 ThinkPad T14s Gen 6。Yoga Slim 7x 为创意人士带来效率，配备 14.5 英寸触摸屏，支持 3K Dolby Vision，并针对 3D 渲染和视频编辑进行了优化。T14s Gen 6 为用户的工作任务带来企业级体验和 AI 性能，其功能包括网络摄像头隐私快门、Wi-Fi 7 连接和高达 64GB 的 RAM。

三星 三星新款 Galaxy Book4 Edge 超薄轻便，配备 3K 分辨率 2x AMOLED 显示屏和 Wi-Fi 7 连接。它拥有持久的电池，可提供长达 22 小时的视频播放时间，非常适合在旅途中工作或娱乐。

资料来源：微软官网、华源证券研究

硬件层面，率先推出搭载高通 Arm 架构处理器。首批 Copilot+ PC 将搭载 Snapdragon X Elite 和 Snapdragon X Plus 处理器，并凭借定制的 Qualcomm Oryon™ CPU 提供领先的每瓦性能，可提供无与伦比的性能和电池效率。**Snapdragon X 系列提供 45 TOPS。**它们运行 AI 工作负载的功能增强了 20 倍，效率提高了 100 倍，并提供业界领先的 AI 加速。它们在持续多线程性能方面比 Apple MacBook Air 15 英寸高出高达 58%，同时提供全天的电池寿命。Copilot+ PC 具有令人难以置信的效率，一次充电可提供长达 22 小时的本地视频播放或 15 小时的网页浏览。本地视频播放时的电池电量比 MacBook Air 15 英寸高出 20%。

表 4：主流 AIPC 芯片对比

	英特尔	AMD	高通
型号	Meteor Lake	Ryzen 8040	X Elite
发布时间	2023 年 12 月	2023 年 12 月	2023 年 10 月
架构	CPU+GPU+NPU	CPU+GPU+NPU	CPU+GPU+NPU
CPU	采用 intel 4 工艺平台，X86 架构，较上一代 intel 7 工艺平台，高性能库面积缩减了约 2 倍；内核数量 12/14/16 个	台积电 4nm 工艺平台，X86 架构，内核数量 6/8 个，主频最高可达 5.2GHz	自研 Oryon CPU 内核，台积电 4nm 工艺平台，ARM 架构，内核数量 12 个，主频 4.3GHz

GPU	GPU Tile 核显从 Xe LP 升级到 Alchemist Xe LPG, 拥有 8 个 Xe 内核, 多达 128 个 EU, 相较于上一代的 Iris Xe 核显每瓦性能翻倍, 还拥有 8 个采样器, 4 个像素后端, 8 个光线追踪单元。	RDNA 3 GPU 架构	Qualcomm Adreno GPU, 4.6 TFLOPs (FP32), 支持 DX12, 支持刷新率为 60Hz 的两个 5K 显示器或三个 4K 显示器
NPU	可以为 PC 带来高能效的 AI 加速和本地推理体验	XDNA 架构; AI 算力从 10TOPS 来到了 16TOPS	Qualcomm Hexagon NPU, 45 NPU TOPS;
算力	34 TOPS	39 TOPS	75 TOPS
对比	与英特尔 Core i7-1370P 相比, Core Ultra 7 165H 的 Generative AI (生成式 AI) 性能提高了 70%	在生成式 ai 方面性能较 7040 系列提升 40%	与苹果的 M2 处理器相比, 高通骁龙 X Elite 的 CPU 的多线程性能也要高出 50%, 与 14 核的英特尔 i7-13800 H 相比, 骁龙 X Elite 的 CPU 的多线程性能也要高出 60%, 峰值功耗降低 65%。

资料来源: 各公司官网、华源证券研究

AI agents 体验进一步提升, Copilot+ PC 将运行 OpenAI 的 GPT-4o 模型, 允许助手通过文本、视频和语音与 PC 交互。 用户还可以与 Copilot 共享屏幕并与应用程序进行自然对话。在预先录制的 Copilot GPT-4o 集成演示中, 一名用户启动了 Minecraft 游戏并询问 Copilot 如何制作一把剑。助手可以看到用户在游戏中正在做什么, 并引导他完成构建该项目所需的一切。

1.2.2 英伟达发布 FY25Q1 业绩, Blackwell 出货进展超预期

公司一季度收入利润再创新高, 均超过公司此前业绩指引。FY25Q1 公司实现 260.4 亿美元营收 (yoy+262%, qoq+18%), GAAP 净利润 148.8 亿美元 (yoy+628%, qoq+21%), 毛利率为 78.4%, 环比提升 2.4pct。根据公司 2Q25 业绩指引, 公司营收指引为 280 亿美元 (1±2%), GAAP 口径下毛利率为 74.8% (±50 个基点)。

表 5: 英伟达主要财务数据 (单位: 百万美元)

财年	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q25 指引	2Q25 指引
营收	8288	6704	5931	6051	7192	13507	18120	22103	26044	24000* (1±2%)	28000* (1±2%)
yoy	46%	3%	-17%	-21%	-13%	101%	206%	265%	262%		
qoq	8%	-19%	-12%	2%	19%	88%	34%	22%	18%		
毛利润	5431	2915	3177	3833	4648	9462	13400	16791	20406		
毛利率	66%	43%	54%	63%	65%	70%	74%	76.0%	78.4%	75.8%~76.8%	74.3%~75.3%
OPEX	3563	2416	2576	2576	2508	2662	2983	3176	3497	3500	4000
净利润	1618	656	680	1414	2043	6188	9243	12285	14881		
yoy	-15%	-72%	-72%	-53%	26%	843%	1259%	769%	628%		
qoq	-46%	-59%	4%	108%	44%	203%	49%	33%	21%		

资料来源: wind、华源证券研究 注: GAAP 口径下

分业务板块来看, FY25Q1 公司数据中心业务实现营收 225.6 亿美元 (YoY+427%, QoQ+23%), 其中计算板块实现 193.9 亿美元营收, 网络板块实现 31.7 亿美元, 公司首次将网络板块业务进行拆分披露。数据中心业务的强劲增长主要受 NVIDIA Hopper GPU 计算平台持续强劲需求的推动, 大型云提供商继续推动强劲增长, 大规模部署和扩大 NVIDIA AI 基础设施, 占数据中心收入的比例达到 45% 左右 (上一季度这一比例为 50%), 除了云服务提供商之外, 生成式人工智能已扩展到消费互联网公司以及企业、主权人工智能、汽车和医疗保健客户, 创造了多个数十亿美元的垂直市场。

公司游戏业务实现营收 26.5 亿美元 (YoY+18%, QoQ-8%), 推出了适用于 Windows 的全新 AI 性能优化和集成, 可在 NVIDIA GeForce RTX AI PC 和工作站上提供最佳性能。公司专业可视化业务实现营收 4.27 亿美元 (YoY+45%, QoQ-8%); 公司汽车业务实现营收 3.29 亿美元 (YoY+11%, QoQ+17%)。

表 6: 英伟达分部业绩情况 (单位: 百万美元)

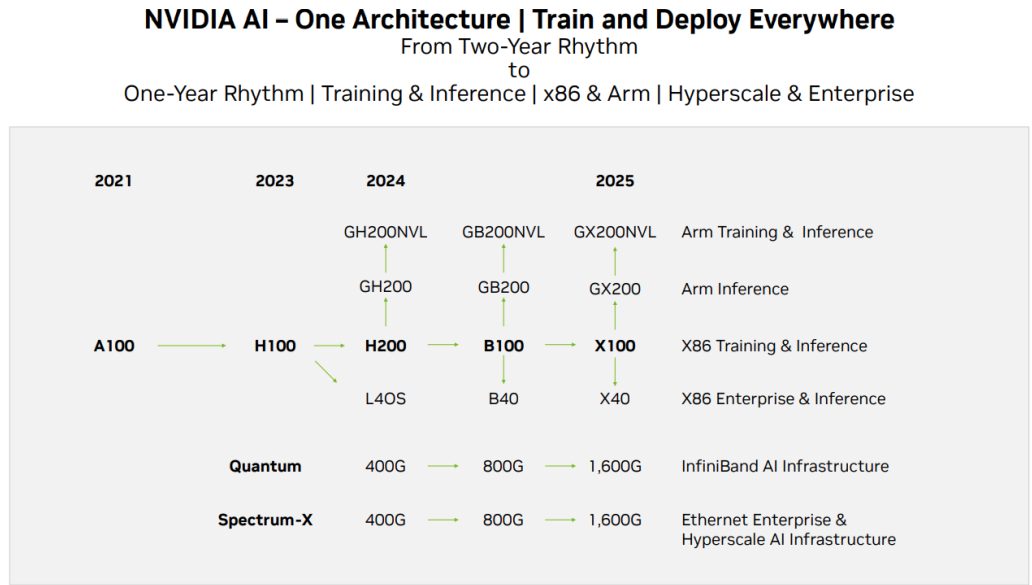
财年	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
游戏显卡	3620	2042	1574	1831	2240	2486	2856	2865	2647
yoy	31%	-33%	-51%	-46%	-38%	22%	81%	56%	18%
专业视觉	622	496	200	226	295	379	416	463	427
yoy	67%	-4%	-65%	-65%	-53%	-24%	108%	105%	45%
数据中心	3750	3806	3833	3616	4284	10323	14514	18404	22563
yoy	78%	61%	32%	6%	18%	173%	274%	430%	427%
其中: 计算					3357			15073	19392
yoy									478%
其中: 网络					927			3331	3171
yoy									242%
汽车	138	220	251	294	296	253	261	281	329
yoy	-10%	45%	86%	135%	114%	15%	4%	-4%	11%
OEM & 其他	158	140	73	84	77	66	73	90	78
yoy	-52%	-66%	-69%	-56%	-51%	-53%	0%	7%	1%

资料来源: wind、华源证券研究

公司产品开发提速, 架构快速迭代。根据公司 2023 年 10 月的投资者会议的展示, 其 AI 芯片路线图由往年的两年更新一次提升至一年更新一次, 预计 2024 年推出 H200、B100 等, 2025 年推出 X100 系列, 其战略核心是统一架构 (one architecture), 支持在任何地方训练模型或者部署, 支持 X86 架构和 arm 架构两种不同硬件生态, 既能满足超大规模数据中心也能满足企业级用户的需求。**此次电话会, 公司明确 Blackwell 后还有一款芯片, 公司计划一年推出一款新品。**

预计 H200 和 Blackwell GPU 仍将供不应求。从产品出货节奏来看, 根据公司此次电话会, 本季度针对 Hopper 的需求不断增加, 并没有因为 Blackwell 产品的出现导致需求出现暂停。Blackwell 已经开始投入生产, 预计二季度会开始出货, 三季度加速上量, 四季度客户的数据中心会建立起来。

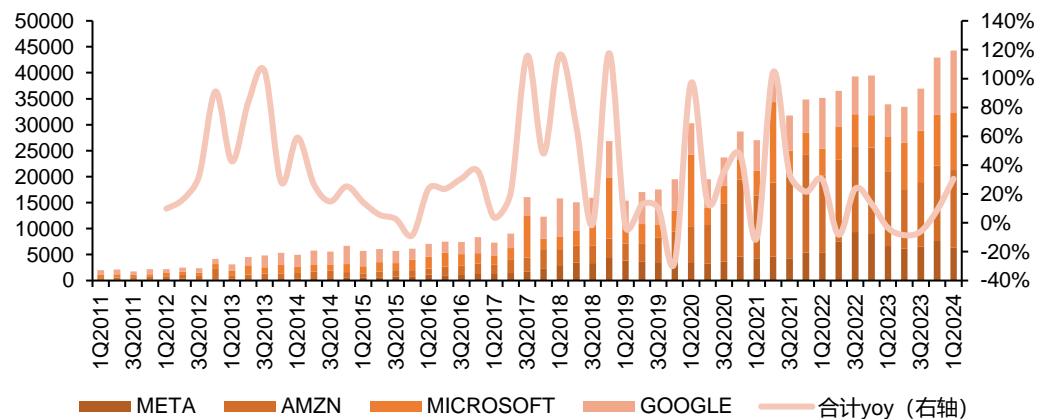
图 11：英伟达 AI 芯片更新周期提速



资料来源：英伟达官网、华源证券研究

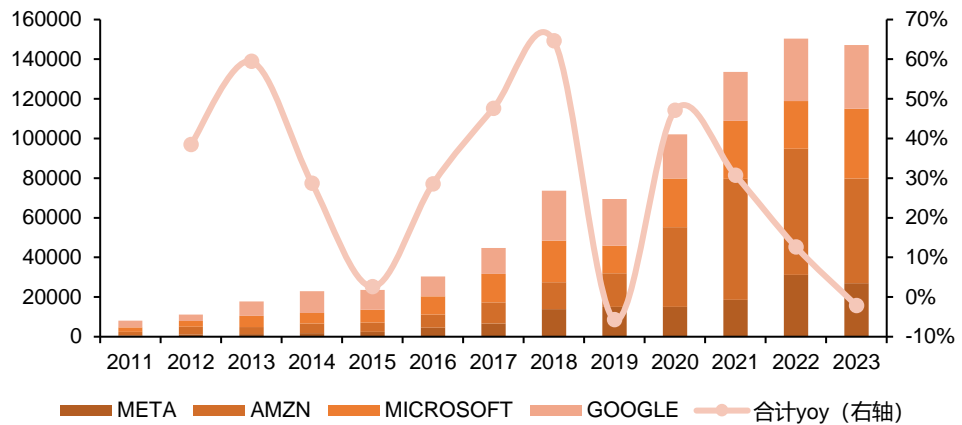
根据英伟达 FY25Q1 电话会议，云厂商约贡献公司数据中心业务收入的 45%。云厂商 CAPEX 呈现明显周期性，从 2011 年至今来看，四年一个周期资本开支持续增长，2023 年总体资本开支下滑，根据目前四家云厂商 2024 年资本开支的指引，2024 年 CAPEX 预计将同比增长，我们认为驱动 CAPEX 增长的核心因素有两点，一方面存量的硬件升级带来的换新需求（例如 GPU 升级）；另一方面新增需求带来的原有数据中心的扩容。

图 12：一线北美云厂商 capex 季度情况（百万美元）



资料来源：wind、华源证券研究

图 13：一线北美云厂商 capex 年度情况（百万美元）



资料来源: wind、华源证券研究

云厂商提升 CAPEX 主要原因是 AI 对于各公司业绩的贡献, 成为新的增长驱动力。

在 NVIDIA CUDA 上训练和推理 AI 正在推动云租赁收入增长, 为云提供商的投资带来即时而丰厚的回报。根据英伟达 FY25Q1 电话会议, 在 NVIDIA AI 基础设施上每花费 1 美元, 云提供商就有机会在四年内获得 5 美元的 GPU 即时托管收入。

1) META:根据 1Q24 年电话会议, 公司上调全年的资本开支到 350~400 亿美元, 以中枢 375 亿美元计算, 同比增长 39%; 同时明年资本开支将继续增加以支持公司的人工智能路线图。

2) 谷歌: 1Q24 资本支出为 120 亿美元, 同比增长 91%, 主要受基础设施投资推动, 主要是服务器, 预计 24 年全年各季度资本支出将大致等于或高于一季度的水平。

3) 微软: 1Q24 资本支出为 110 亿美元, 同比增长 66%, 公司预计资本开支将持续大幅增长, 预计 25 财年的资本支出将高于 24 财年。

4) 亚马逊: 1Q24 资本支出为 149 亿美元, 同比增长 5%, 公司预计本季度资本开支为今年最低季度, 对未来再 ai 领域的资本扩张充满信心。

表 7: 主要云厂商 2024 年资本开支情况

公司	2024 年资本开支规划 (4Q23 表述)	2024 年资本开支规划 (1Q24 表述)
Meta	根据 4Q23 电话会议, 预计 2024 年全年资本支出将在 300 亿至 370 亿美元之间, 比之前范围的上限增加 20 亿美元。我们预计, 随着我们利用之前宣布的新数据中心架构加大站点建设力度, 对服务器 (包括人工智能和非人工智能硬件) 以及数据中心的投资将推动增长。	根据 1Q24 电话会议, 预计 2024 年全年资本支出将在 350 亿美元至 400 亿美元之间, 从之前的 300 亿美元至 370 亿美元增加, 将继续加快基础设施投资以支持公司的人工智能路线图。预计明年的资本支出将继续增加, 因为公司将积极投资以支持雄心勃勃的人工智能研究和产品开发工作。
Amazon	根据 4Q23 电话会议, 预计 2024 年资本支出将同比增加, 这主要是由基础设施资本支出增加推动的, 支持 AWS 业务的增长, 包括对生成人工智能和大型语	根据 1Q24 电话会议, 第一季度资本支出为 149 亿美元。预计这将是今年的最低季度。公司看到了来自客户的强烈需求信号以及更长的交易和更大的承诺, 其中许多都带有生成式

	言模型的额外投资。	人工智能组件。因此，这些信号让公司对在这一领域的资本扩张充满信心。
Google	根据 4Q23 电话会议，2024 年预计资本支出将显著大于 2023 年	根据 1Q24 电话会议，第一季度资本支出为 120 亿美元，这再次主要由基础设施投资的推动，主要是服务器组件，其次是数据中心。最近几个季度资本支出同比大幅增长反映了公司对人工智能在整个业务中提供的机会的信心。展望未来，公司预计全年季度资本支出将大致等于或高于第一季度的水平。
Microsoft	根据 4Q23 电话会议，致力于扩大云和人工智能投资，以客户需求和市场机会为指导。	根据 1Q24 电话会议，公司预计，在云和人工智能基础设施投资的推动下，资本支出将环比大幅增长。随着需求的不断增长，公司将不断扩大人工智能投资规模，公司将继续扩大产能。目前，人工智能需求略高于公司的可用能力。到 2025 财年，对执行的关注应该会再次带来两位数的收入和营业收入增长，以满足公司的云和人工智能产品不断增长的需求信号，预计 2025 财年（实际时间为 2H24~1H25）的资本支出将高于 2024 财年。

资料来源：各公司官网、华源证券研究

云厂商提升 CAPEX 主要原因是 AI 对于各公司业绩的贡献,成为新的增长驱动力。

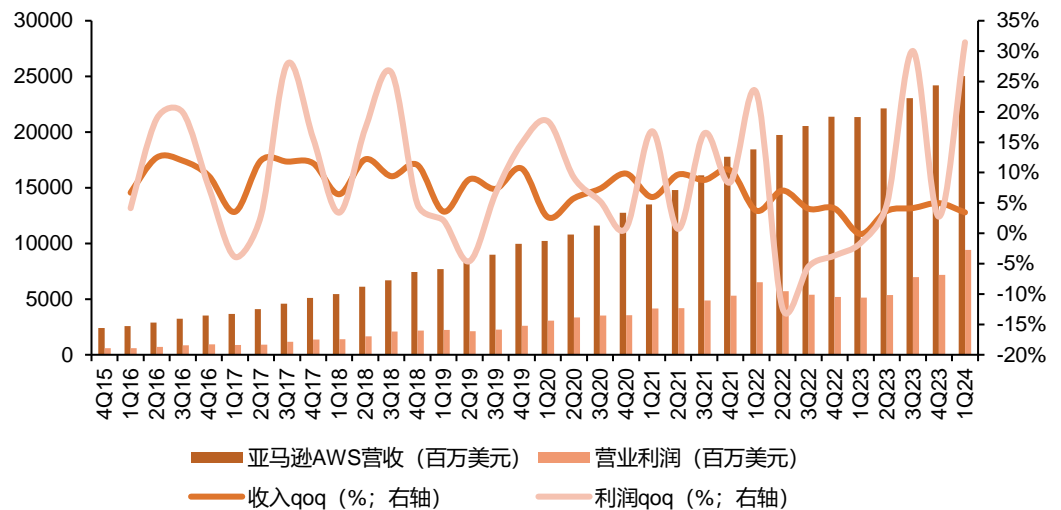
在 NVIDIA CUDA 上训练和推理 AI 正在推动云租赁收入增长，为云提供商的投资带来即时而丰厚的回报。根据英伟达 FY25Q1 电话会议，在 NVIDIA AI 基础设施上每花费 1 美元，云提供商就有机会在四年内获得 5 美元的 GPU 即时托管收入。

亚马逊: 1Q24 年公司营收符合预期，净利润超预期，AWS 表现超预期，一季度实现营收 250 亿美元 (yoy+17.3%，qoq+3.4%)，营业利润 94 亿美元，根据一季报电话会，AI 贡献了数十亿美元的营收，公司预计目前 85% 以上的全球 IT 支出都在本地，从本地迁移到云的过程中，公司看好未来 AWS 的成长空间。

谷歌: 1Q24 年公司业绩超预期，谷歌云表现亮眼，实现营收 96 亿美元 (yoy+28.4%，qoq+4%) 高于市场预期，受益于 ai 相关服务驱动及企业数字化转型加速。云领域的差异化始于其人工智能超级计算机，提供经济高效的基础设施来训练和服务模型。超过 60% 的 Gen AI 初创公司和近 90% 的 Gen AI 独角兽都是 Google Cloud 客户。PayPal 和 Kakao Brain 等客户正在选择公司的基础设施。公司提供业界领先的 NVIDIA GPU 和 TPU 产品组合。其中包括现已普遍上市的 TPU v5p 和 NVIDIA 最新一代 Blackwell GPU。

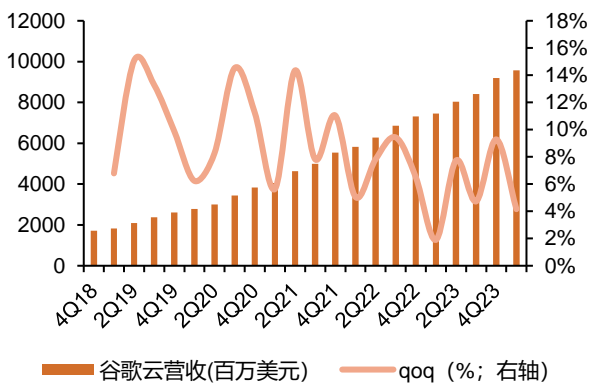
微软: 1Q24 年公司业绩超预期，主要受到智能云业务的强势推动，智能云实现营收 267 亿美元 (yoy+21%，qoq+3%)，其中服务器产品和云服务收入增长了 24%。Azure 和其他云服务收入增长 31%，AI 服务贡献了 7 个百分点的增长。

图 14: 亚马逊 AWS 营收及利润情况



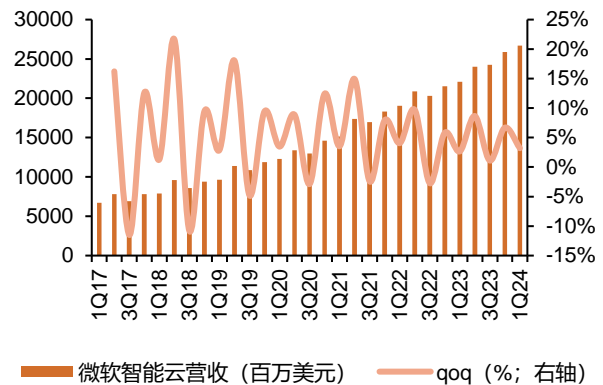
资料来源: wind、华源证券研究

图 15: 谷歌云营业收入情况 (百万美元; %)



资料来源: wind、华源证券研究

图 16: 微软智能云营业收入情况 (百万美元; %)



资料来源: wind、华源证券研究

FY25Q1 英伟达首次将网络业务收入详细披露, 实现 31.7 亿美元。网络业务同比增长主要得益于 InfiniBand 的快速增长, 环比下滑主要是由于供应时机不佳, 需求远远超过了公司能够发货的数量。公司预计网络将在第二季度恢复环比增长。在第一季度, 公司开始交付全新的 Spectrum-X 以太网网络解决方案, 该解决方案针对 AI 进行了彻底优化。Spectrum-X 为 NVIDIA 网络打开了一个全新的市场, 并使仅以太网的数据中心能够容纳大规模人工智能。我们预计 Spectrum-X 将在一年内跃升为价值数十亿美元的产品线。

NVIDIA 还宣布对 NVIDIA 已发行普通股进行 10 比 1 的股票分割, 使员工和投资者更容易获得股票所有权, 同时将其季度现金股息提高 150%, 从普通股每股 0.04 美元增至每股 0.10 美元。此次分割将通过修订 NVIDIA 的《重述公司注册证书》进行, 这将导致授权普通股股数按比例增加。截至 2024 年 6 月 6 日星期四收盘时, 每位普通股登记持有人将获得 9 股额外普通股, 这些普通股将在 2024 年 6 月 7 日星期五收盘后分配。预计交易将于 2024 年 6 月 10 日星期一开盘时以分割调整后的基础开

始。

1.3 近期重要事件预告

表 8：近期 Ai 领域重要事件

日期	公司	事件
6月3~7日	/	台北国际电脑展
6月10~14日	苹果	全球开发者大会 WWDC

资料来源：各公司官网、每日经济新闻、华源证券研究

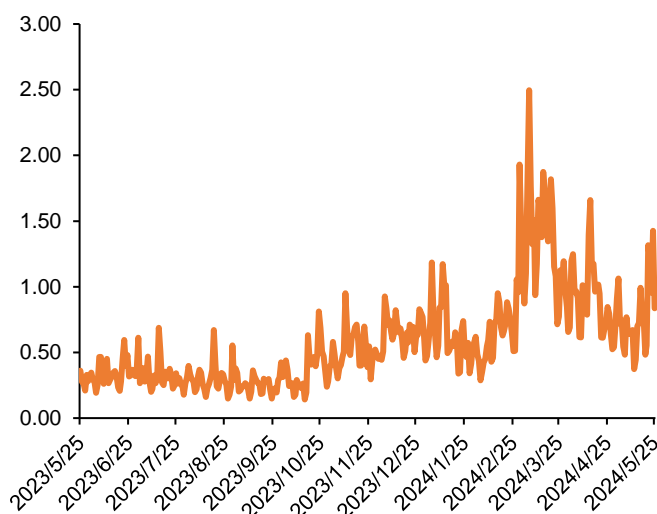
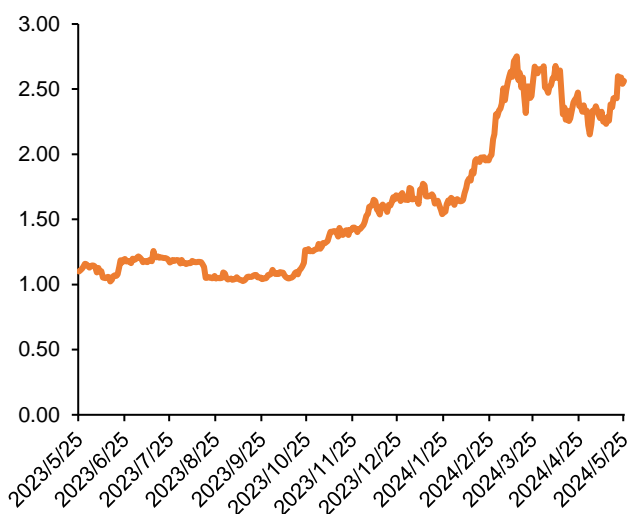
2. Web3 与加密市场

2.1 加密货币市场行情回顾

本周全球加密货币总市值持续提升。根据 CoinMarketCap 数据，截至 2024 年 5 月 25 日，全球加密货币现货市场总市值达 2.56 万亿美元，较上周五的 2.36 万亿美元持续提升。交易层面，根据 CoinMarketCap 数据，2024 年 5 月 25 日，全球加密货币总交易额为 840 亿美元，占总市值比重为 3.26%。2024 年年初至今，全球加密货币总交易额累计为 12.70 万亿美元，同比增长 253.61%。

图 17：加密货币总市值（万亿美元）

图 18：加密货币交易额（千亿美元）

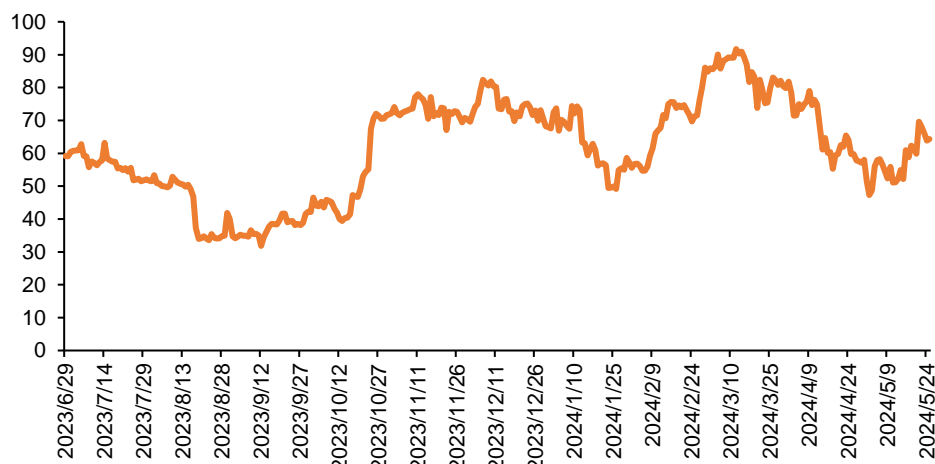


资料来源：CoinMarketCap，华源证券研究

资料来源：CoinMarketCap，华源证券研究

加密市场情绪当前处于贪婪区间。根据 CoinMarketCap 数据，2024 年 5 月 25 日，CMC 加密货币恐惧贪婪指数为 64.4，处于“Greed”区间，市场当前处于贪婪的情绪。

图 19：CMC 加密货币恐惧贪婪指数



资料来源：CoinMarketCap，华源证券研究

本周挖矿及矿机板块涨幅居前。个股方面，本周相关标的涨幅 TOP5 的公司分别 Core Scientific、Iris Energy、Mawson Infrastructure、Sphere 3D、Greenidge；本周相关标的跌幅 TOP5 的公司是 SOS、Digihost Technology、Ebang International Holdings、BitFuFu、OSL 集团。

表 9：加密市场重点标的的市场表现（截止 2024/5/25）

板块	证券代码	证券名称	上市日期	市值	收盘价	本周涨幅	月内涨幅	年内涨幅
交易所	COIN.O	Coinbase Global, Inc.	2021-04-14	583.6	237.65	14%	17%	37%
	0863.HK	OSL 集团 (港币市值)	2012-04-27	41.5	6.62	-3%	-23%	-46%
屯币	MSTR.O	Microstrategy Incorporated	1998-06-11	298.8	1684.84	6%	58%	167%
	0434.HK	博雅互动 (港币市值)	2013-11-12	14.2	2	1%	2%	257%
挖矿及矿机	MARA.O	Marathon Patent Group, Inc.	2014-07-28	60.0	21.21	9%	32%	-10%
	RIOT.O	Riot Blockchain, Inc.	2007-08-28	29.9	10.37	3%	3%	-33%
	CLSK.O	CleanSpark Inc	2020-01-16	40.2	17.63	10%	8%	60%
	CORZ.O	Core Scientific, Inc.	2021-04-08	8.6	4.82	30%	65%	232%
	FUFU.O	BitFuFu Inc	2021-12-09	5.6	3.38	-4%	19%	-69%
	CIFR.O	Cipher Mining Inc.	2020-12-07	12.7	4.09	6%	10%	-1%
	BTDR.O	BitDeer Technologies Group	2021-07-28	6.8	6.06	6%	10%	-39%
	HUT.O	Hut 8 Mining Corp.	2021-06-15	4.1	9.28	1%	18%	-30%
	WULF.O	TeraWulf Inc.	2000-03-13	6.9	2.07	6%	-5%	-14%
	BITF.O	Bitfarms Ltd.	2021-06-21	0.0	2.02	15%	13%	-31%
	IREN.O	Iris Energy Ltd	2021-11-17	4.3	7.83	30%	80%	10%
	HIVE.O	HIVE Blockchain Technologies Ltd	2021-07-01	2.2	2.63	8%	4%	-42%
	CAN.O	Canaan, Inc.	2019-11-21	3.2	1.05	0%	20%	-55%
	BTBT.O	Bit Digital Inc.	2018-03-20	3.0	2.52	16%	24%	-40%
	EBON.O	Ebang International Holdings, Inc.	2020-06-26	0.5	8.49	-5%	12%	-45%
	SDIG.O	Stronghold Digital Mining Inc	2021-10-20	0.5	3.06	13%	-2%	-58%
	DGHI.O	Digihost Technology Inc	2021-11-15	0.4	1.3	-8%	7%	-43%
	BTCM.N	BIT Mining Ltd	2013-11-22	0.3	2.8	10%	6%	-44%
	ANY.O	Sphere 3D Corp	2013-08-12	0.2	1.25	21%	25%	-62%
GREE.O	Greenidge	2021-09-15	0.3	2.93	19%	9%	-56%	
MIGI.O	Mawson Infrastructure Group Inc	2021-09-29	0.2	1.33	27%	15%	-58%	
SOS.N	SOS Limited	2017-04-28	0.2	0.97	-14%	-18%	-79%	

资料来源：wind、华源证券研究

注：香港交易所上市的公司市值单位为亿港元，收盘价单位为港元；其他公司市值单位为亿美元，收盘价单位为美元

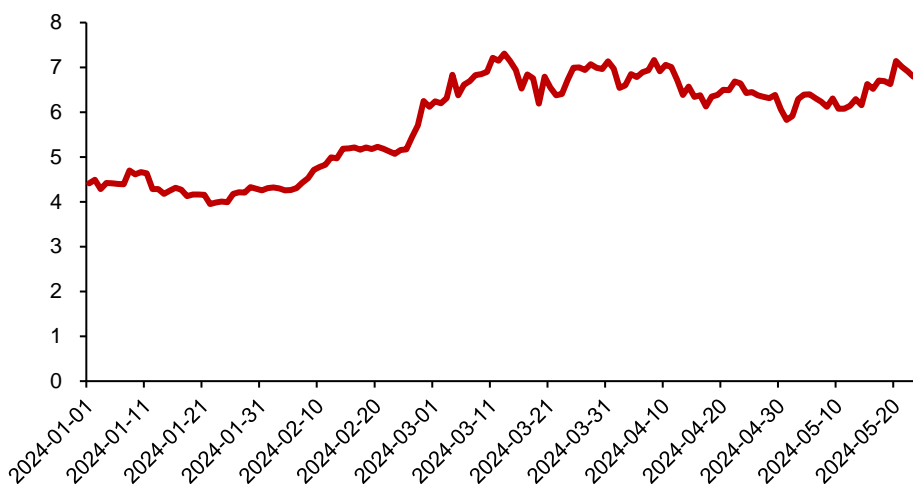
2.2 本周重要事件回顾

- **接上周降息预期升温，本周美联储发表鹰派讲话，加密资产价格受到扰动**

5月15日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国4月CPI和核心CPI同比增长较三月放缓，分别增长3.4%和3.6%，创三年来最低增速；核心CPI环比增长如期放缓至0.3%，半年来首次放缓增长，也是在连续三个月增速高于预期后降温。此次通胀指标也重燃降息预期，叠加以太坊ETF批准通过，加密资产价格上周强势反弹。

2024年5月22日，美联储发表鹰派讲话，表示可能继续加息以对抗通胀。该公告对加密货币市场产生了较大短期影响，叠加本周以太坊现货ETF批准落地产生sell facts效应，加密核心资产有所回落。

图 20：加密核心资产价格走势（万美元）



资料来源：CoinMarketCap，华源证券研究

- **美国 SEC 批准以太坊现货 ETF，加密世界合规化新里程碑**

美东时间5月23日，美国证券交易委员会（SEC）宣布批准纽交所、芝加哥期权交易所（CBOE）和纳斯达克提交的以太坊现货ETF交易相关计划。SEC此次批准的是交易所寻求让以太坊ETF上市的规则修改申请，即19b-4文件。然而，这并不意味着以太坊ETF已全面获批。ETF发行人还需让SEC批准其具体ETF上市的计划，即S-1注册声明。在ETF真正上市前，SEC必须批准19b-4和S-1注册声明，发行方才能正式推出ETF产品。S-1注册声明详细说明了基金的运作方式并披露风险和成本。

此次批准涉及的发行商包括VanEck、Fidelity、Franklin、Grayscale、Bitwise、ARK Invest & 21Shares、Invesco & Galaxy以及BlackRock旗下的iShares Ethereum Trust。为了满足SEC的要求，发行商更新了文件，确认不会质押ETH以获取收益。

以太坊ETF的上市将进一步巩固以太坊在加密货币市场的地位，推动整个行业的

发展。SEC 对以太坊现货 ETF 的批准标志着加密货币市场的又一重要里程碑。尽管面临着审批流程的进一步挑战，市场对于以太坊 ETF 的前景充满信心。随着市场需求的增加和供应的紧张，以太坊价格有望迎来新的上涨动力。

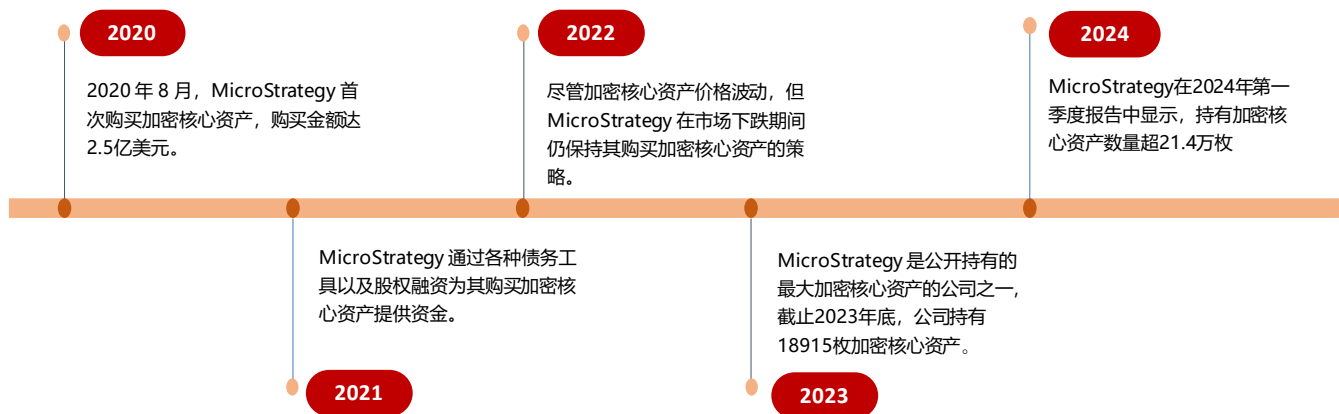
2.3 加密资产核心标的专题分析：MSTR 隐含加密定价

2.3.1 公司介绍：加密核心资产的重要持有者

MicroStrategy Incorporated 是一家主要从事商业智能（BI）软件和相关服务的公司。公司成立于 1989 年，由 Michael J. Saylor 和 Sanju Bansal 共同创立。公司开发了一个高效分析和可视化企业业务数据的平台，1998 年，MicroStrategy 成功在纳斯达克上市，股票代码为 MSTR。公司的核心业务是提供商业智能技术，包括开发和销售软件和相关服务，帮助企业分析内部和外部数据以进行决策支持。

从 2020 年开始，公司决定将加密核心资产作为主要的储备资产，并持续购入增加其持仓量。这一策略的目的是利用加密核心资产对抗货币通货膨胀，并作为公司资产增值的手段。根据公司向美国证券交易委员会（SEC）提交的文件，其在 2020 年 8 月就已经握有了一定数量的加密核心资产。根据公司公告，截至 2024 年一季度，公司加密核心资产的持仓量已经超过了 21 万枚，显示出公司对加密货币市场的坚定信心和长期布局。

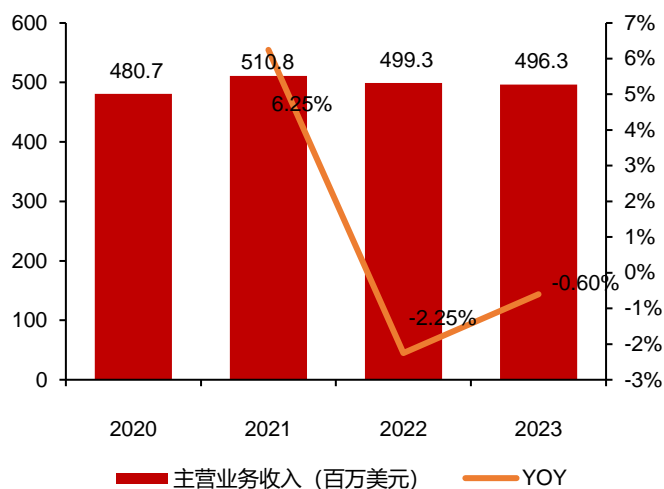
图 21：MSTR 投资加密核心资产历程



资料来源：MSTR 公告，华源证券研究

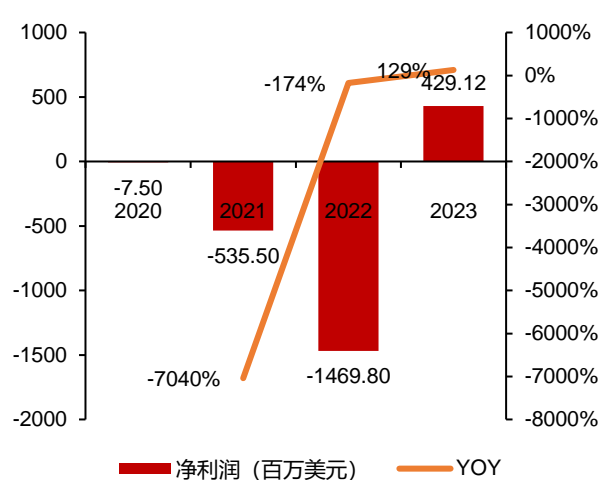
公司主营业务收入稳定，近五年同比波动在 -5%-10%，2023 年公司营收 4.96 亿美元，同比 -0.6%。公司净利润则波动较大，从 2020 年的净利润亏损 750 万美元起接连两年亏损幅度增大，2022 年公司亏损达到 14.69 亿美元。2023 年公司扭亏为盈，净利润为 4.29 亿美元，为过去四年首次净利润为正，主要是受益新会计准则下加密核心资产价格波动产生利润的确认。

图 22: MSTR 主营业务收入及 YOY 情况



资料来源: Wind, 华源证券研究

图 23: MSTR 净利润及 YOY 情况



资料来源: Wind, 华源证券研究

2.3.2 MSTR 加密核心资产估值溢价分析

MSTR 加密核心资产估值溢价模型

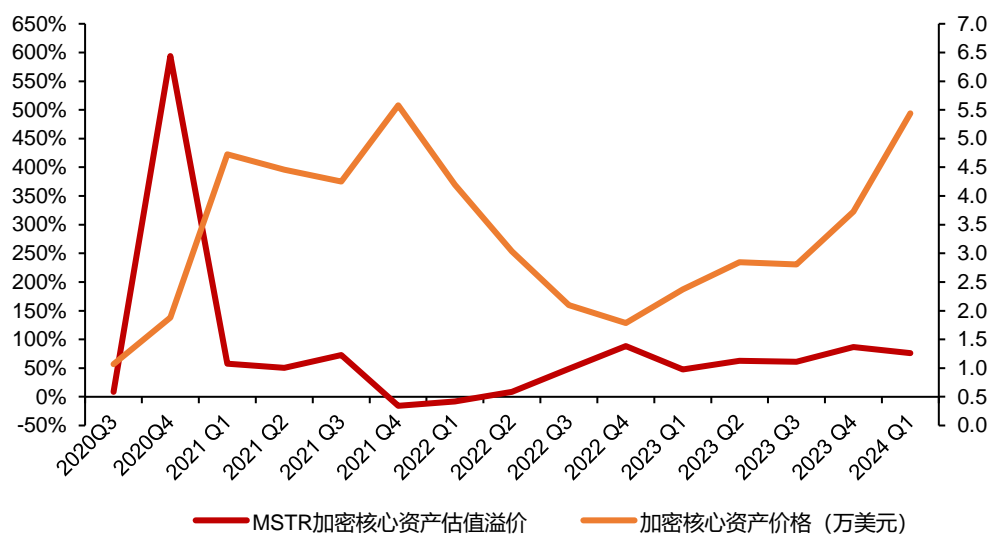
模型思路与模型假设:

1. $MSTR\ EV = MSTR\ 主营业务\ EV + MSTR\ 隐含的加密核心资产价值$, 根据 MSTR 的 EV 数据和 MSTR 主营业务 EV 数据可得出 MSTR 隐含的加密核心资产价值
2. $MSTR\ 持有加密核心资产实际总价值 = 加密核心资产价格 * MSTR\ 持有加密核心资产数量$, 根据加密核心资产平均价格和 MSTR 持有加密核心资产数据可得出 MSTR 持有加密核心资产实际总价值
3. $MSTR\ 加密核心资产估值溢价 = MSTR\ 隐含的加密核心资产价值 / MSTR\ 持有加密核心资产实际总价值 - 1$
4. $MSTR\ 隐含的加密核心资产价格 = MSTR\ 隐含的加密核心资产价值 / MSTR\ 持有加密核心资产数量$
5. 主营业务 EV: 由于公司 2020 年之前尚未投资加密核心资产, 且根据 2012-2019 年历史数据分析, 公司的 EV/Sales 较为稳定, 取 2012-2019 年公司 EV/Sales 的均值 2.5 作为公司主营业务的 EV/sales 倍数, 取 2020-2023 年 MSTR 主营业务 Sales 的均值, 由此可得出估计的 MSTR 主营业务市值为 12.4 亿美元。

图 24：MSTR 加密核心资产估值溢价历史数据分析

MSTR加密核心资产估值溢价历史数据分析															
单位：亿美元	2020	2021	2022	2023											
MSTR主营业务收入	4.86	4.81	5.11	4.99											
EV/sales	2.5														
主营业务EV	12.16	12.02	12.77	12.48											
MSTR主营业务EV	12.4														
MSTR的EV															
	2020Q3	2020Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1
Market Capitalization	16.27	99.16	63.83	60.92	74.28	49.09	38.80	31.45	29.11	32.80	39.84	61.27	61.94	121.83	182.39
- Cash & Short Term Investments	0.53	0.60	0.83	0.56	0.57	0.63	0.93	0.69	0.60	0.44	0.94	0.66	0.45	0.47	0.81
+ Total Debt	1.06	5.82	17.54	22.42	22.42	22.41	24.36	24.47	24.46	24.56	22.42	22.42	22.40	22.54	36.18
= Total Enterprise Value (TEV)	16.80	104.38	80.55	82.78	96.13	70.87	62.23	55.22	52.97	56.93	61.32	83.04	83.90	143.90	217.75
MSTR隐含的加密核心资产价值															
	2020Q3	2020Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1
占比	26.45%	88.16%	84.66%	85.07%	87.15%	82.56%	80.14%	77.62%	76.67%	78.29%	79.85%	85.12%	85.27%	91.41%	94.33%
MSTR持有加密核心资产情况															
	2020Q3	2020Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1
平均加密核心资产价格(万美元)	1.07	1.88	4.73	4.46	4.25	5.58	4.20	3.04	2.10	1.79	2.37	2.85	2.80	3.73	5.44
加密核心资产持有数量(累计值; 万枚)	3.825	7.05	9.13	10.51	11.40	12.44	12.92	12.97	13.00	13.25	14.00	15.23	15.82	18.92	21.43
MSTR持有加密核心资产实际总价值	4.09	13.26	43.16	46.85	48.46	69.40	54.23	39.40	27.28	23.67	33.17	43.38	44.38	70.46	116.52
MSTR加密核心资产估值溢价															
	2020Q3	2020Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1
倍数	8.71%	593.83%	57.99%	50.32%	72.87%	-15.70%	-8.04%	8.79%	48.88%	88.33%	47.60%	62.94%	61.22%	86.69%	76.27%

资料来源：MSTR 公告，Capital IQ，CoinMarketCap，华源证券研究

图 25：MSTR 加密核心资产估值溢价与加密核心资产价格情况


资料来源：MSTR 公告，Capital IQ，CoinMarketCap，华源证券研究

图 26: MSTR 隐含的加密核心资产价格与加密核心资产实际价格情况



资料来源: MSTR 公告, Wind, CoinMarketCap, 华源证券研究

代入最新 MSTR 市值、MSTR 持有加密核心资产数量与加密核心资产价格数据 (数据时间为 2024 年 5 月 24 日), 得出 MSTR 加密核心资产估值溢价为 95.07%; 得出 MSTR 隐含的加密核心资产价格为 13.37 万美元, 是加密核心资产实际价格的 1.95 倍数, 处于历史的最高倍数 3.35 的 58.27% 的位置。

图 27: MSTR 加密核心资产估值溢价模型 (数据时间为 2024 年 5 月 24 日)

MSTR加密核心资产估值溢价模型		
单位: 亿美元; 万枚	MSTR EV	MSTR主营业务EV
	298.85	12.4
MSTR隐含的加密核心资产价值	286.49	
	持有加密核心资产数量	加密核心资产价格
	21.44	6.85
MSTR持有加密核心资产实际总价值	146.86	
MSTR加密核心资产估值溢价倍数	95.07%	
	1.95	

资料来源: CoinMarketCap, Wind, 华源证券研究

3. 风险提示

大模型技术发展不及预期, 目前 AI 技术尚未完全成熟, 仍处早期快速迭代阶段, 大模型技术发展不及预期可能会导致后续的应用落地存在较大不确定性。

PC/手机等终端需求复苏不及预期, AI 大幅提升了终端设备的使用体验, 可能会使换机周期加速到来, 拉动手机、电脑等终端设备销量, 但对于消费者的吸引程度仍存较大不确定性, 需求复苏可能不及预期。

美国联邦基金利率剧烈波动, 若美国联邦基金利率超预期上涨, 可能会对加密货币资产价格带来负面影响; 若美国联邦基金利率超预期下跌, 也可能引发加密货币市场的剧烈波动。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数