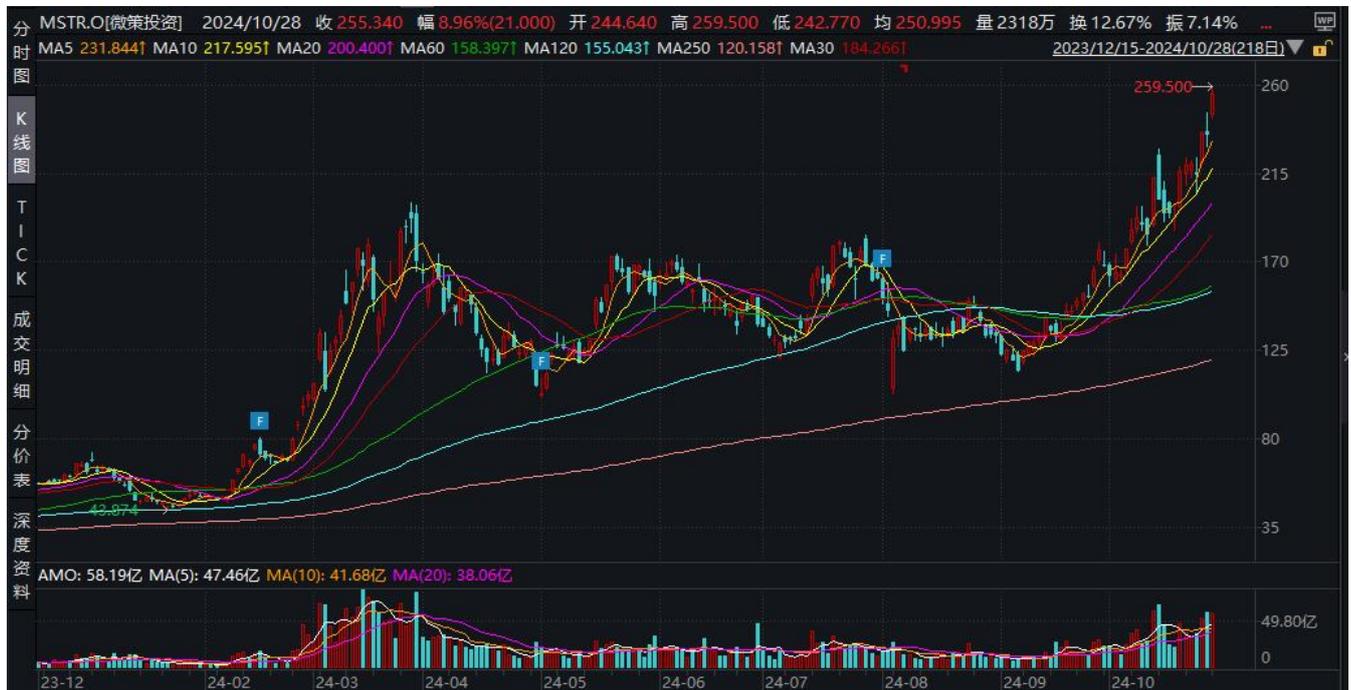


隨著以比特幣為代表的加密貨幣市場情緒持續升溫，相關概念股 MicroStrategy (MSTR.US) 憑藉比特幣戰略迅速崛起，成為比特幣最強影子股。據市場數據統計，今年 MicroStrategy (MSTR.US) 市值一度飆升至千億美元，股價一年上漲 5 倍以上，過去五年漲了近 30 倍。MicroStrategy (MSTR.US) 的比特幣投資戰略具體是什麼？目前短期還有漲幅空間嗎？

## 年內 5 倍漲幅，比特幣概念股 MSTR 背後有哪些驅動？漲過頭了嗎？

自從特朗普當選以來，加密貨幣市場迎來了較為強勁的上漲勢頭。比特幣尤其表現亮眼，其價格連續創下歷史新高，接近 10 萬美元高點，顯示出強勁的多頭趨勢。被譽為“比特幣影子股”的 MicroStrategy (MSTR.US) 在短短兩周內股價幾乎翻倍，市值躍升至七百億美元以上。儘管其業績表現不佳，但股價表現卻是美股市場中的佼佼者。2024 年以來 MicroStrategy (MSTR.US) 的股價飆升了驚人的 510%，相比之下，英偉達今年的漲幅僅為約 179%，而比特幣今年的漲幅約為 129%。另外，自 MicroStrategy (MSTR.US) 實施比特幣戰略以來，其股票價格已經上漲了大約 31.2 倍，而比特幣的價格則上漲了約 7 倍。

圖一：MSTR 今年以來股價表現情況



資料來源：Wind

截至 11 月 25 日 MicroStrategy (MSTR.US) 公司所持比特幣數量為 386,700 枚，市值約 360 億美元，占比特幣總流通量的 1.9%，成為全球企業中比特幣持有量最多的公司。根據 Treasuries 的統計數



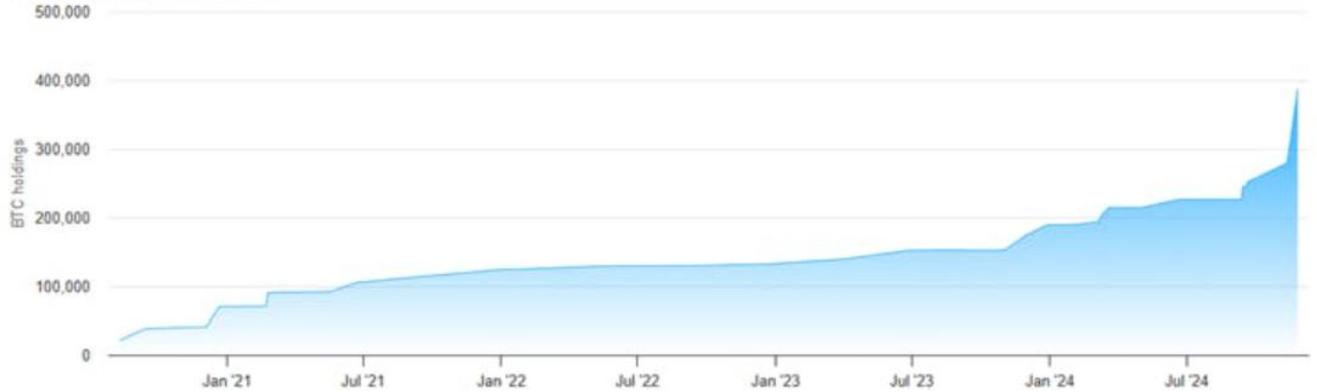
據·MicroStrategy ( MSTR.US ) 的比特幣持有量在全球上市公司中排名第一·遠超其他更專注於加密業務的公司·如比特幣礦業公司 Marathon·Riot 以及頂級加密貨幣交易平臺 Coinbase。  
 MicroStrategy ( MSTR.US ) 還在不斷增加其比特幣儲備。

圖二：MSTR 比特幣持有數量統計情況

Entity	Country	Symbol:Exchange	Filings & Sources	# of BTC	Value Today	% of 21m
MicroStrategy		MSTR:NADQ	Filing   News	386,700	\$36,476,216,097	1.841%

BTC holdings over time

Click and drag in the plot area to zoom in

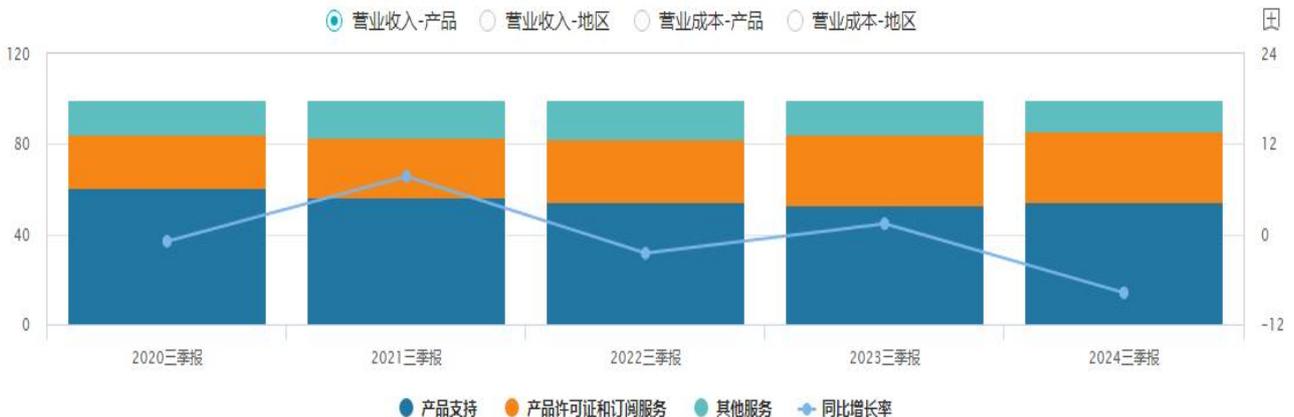


資料來源：Highcharts.com

➤ 軟體分析公司還是比特幣囤積大戶？

MicroStrategy ( MSTR.US ) 是一家在企業商業智能 ( BI ) 和分析軟體領域佔據領導地位的公司。它由 Michael J. Saylor、Sanju Bansal 和 Thomas Spahr 三位創始人在 1989 年共同建立·致力於為基於數據決策提供強有力的支持工具·該公司提供的軟體和服務包括數據倉庫·OLAP( 線上分析處理 )·數據挖掘、預測分析、企業報告、大數據分析等·這些工具旨在提升業務流程的效率和增強生產力。

圖三：MSTR 主營業務結構情況



資料來源：Wind·公司公告



在最近 MicroStrategy ( MSTR.US ) 發佈的第三季度財務數據顯示，該公司軟體業務的收入較去年同期減少了 10%，環比增加 4.15%，降至 1.161 億美元，低於市場預測的 1.225 億美元，此外，公司報告了 3.4 億美元的淨虧損，這是其連續第三個季度出現虧損，虧損額較上年同期的 1.4 億美元有顯著增加。虧損的主要原因是公司對其持有的比特幣資產進行了 4.12 億美元的減值損失計提。

圖四：MSTR 季度營收情況



資料來源：Wind · 公司公告

圖五：MSTR 三季度淨利潤情況



資料來源：Wind · 公司公告



### \*杠杆購買比特幣

MicroStrategy ( MSTR.US ) 的聯合創始人及董事長 Michael Saylor 在 2020 年做出了投資比特幣的決策，目的是為了保護公司資產不受通貨膨脹的影響。最初，公司動用自有資金進行比特幣購買，隨後轉變為通過發行和銷售股票以及銷售可轉換債券所獲得的資金來增強其購買比特幣的能力。目前該公司幾乎被視為比特幣的影子股，其股價彈性甚至高於比特幣的價格彈性。MicroStrategy( MSTR.US ) 最近一次購入比特幣是在 11 月 24 日，當時他們購入了 55,500 個比特幣，使得其總持有量達到 386,700 個比特幣，平均購買成本為每個 56,761 美元，這大約佔據了比特幣當前流通總量的 1.9%。

MicroStrategy ( MSTR.US ) 為其大規模比特幣投資籌集資金主要通過以下途徑：

#### 1. 可轉換債券

公司發行了 5 至 7 年期的約 73 億美元的可轉換債券來籌集資金。這是一種結合了債務與股權特性的固定收益工具，它允許在未來的特定日期，按照事先約定的價格，轉換成公司一定數量的股票。這種融資方式的優勢在於，它減輕了公司短期內的償債壓力，並為公司的比特幣投資策略提供了充足的時間來實現其價值。此外，由於這些債券的轉股價格通常高於市場價格，它們不會立即稀釋現有股東的股份。如果比特幣價格低於轉股價格，MicroStrategy ( MSTR.US ) 可以選擇以較低的市場價格償還債券，從而減少需要償還的比特幣數量。MicroStrategy ( MSTR.US ) 通過在固定收益市場發行可轉換票據，直接面向長期資產管理公司、對沖基金等機構投資者，尤其是那些專注於可轉換債務投資的投資組合經理，成功籌集了大量現金，以迅速擴大其比特幣持倉。這一過程中，借貸成本往往保持在極低水準。

整體來說，公司發行可轉債發揮了類似看漲期權的效果，而在牛市環境下，對 MicroStrategy( MSTR.US ) 不斷膨脹的比特幣持倉的需求會進一步增強。這構建了一個自我強化的迴圈：比特幣價格的上漲推動了 MicroStrategy ( MSTR.US ) ( MSTR ) 股價的相對淨資產的溢價，使得公司有 Ability 發行更多的債務或股權，進而為購買更多的比特幣提供資金。這些購買行為增加了市場的購買壓力，進一步推高了比特幣的價格。

#### 2. 股權融資

MicroStrategy ( MSTR.US ) 通過增發股份來籌集資金。例如，MicroStrategy ( MSTR.US ) 利用 ATM 機制（按市價發行/增發）通過合作的經紀商以市場價格逐步出售新發行或現有股份，籌集資金購買比特幣。這種機制具有靈活性，允許公司在不提交額外監管檔的情況下出售股票，給所有投資者平等機會參與購買股票，符合加密貨幣去中心化的機制。MicroStrategy ( MSTR.US ) 通過 ATM 機制已經籌集了超過 35 億美元，用於購買比特幣。此外，MicroStrategy ( MSTR.US ) 的“21/21 計畫”中 210 億美元的股權融資部分也是通過 ATM 股權融資方式完成的。

#### 3. 內部資金

除了外部融資，MicroStrategy ( MSTR.US ) 還利用其內部積累的資金來購買比特幣。這些資金可能



來源於公司的日常運營收入和利潤再投資。儘管這部分資金相對較少，但也為公司的比特幣投資計畫提供了一定的支持。

### \*公司 BTC 購買策略存在哪些風險？

儘管 MicroStrategy (MSTR.US) 的 BTC 購買策略至今取得了顯著成就，但其策略存在哪些結構上的風險？目前公司的市值接近 790 億美元，其持有的比特幣價值約為 375 億美元，目前的交易價格是其淨資產價值的 2.1 倍。目前這種高估值溢價在牛市中可能會持續，但是也會引起部分市場參與者的擔憂，即這種高溢價能持續多久，以及如果幣價下跌後溢價下降的幅度是不是更大。

在財務杠杆管理上，MicroStrategy (MSTR.US) 通常保持一個較為謹慎的杠杆水準，大約是其比特幣資產淨值的 30%，並根據實際情況靈活調整股本和債務結構，以維持合理的杠杆比例，並把握籌資機會。例如，在 2022 年 12 月比特幣價格大幅下跌至 17000 美元/枚時，MicroStrategy (MSTR.US) 的杠杆比率急劇上升至接近 1 的水準。為了降低杠杆，MicroStrategy (MSTR.US) 增加了股票發行以籌集資金，繼續投資比特幣。相反，當比特幣價格回升，杠杆比率降至 30% 以下時，MSTR 便會抓住機會發行更多的可轉換債券。

自 2020 年起，公司在實行比特幣購買戰略之後其經營現金流卻呈現出下滑態勢。與此同時，該時期內的累計債務顯著增加，總額已達 72 億美元，這一增長主要歸因於公司為收購比特幣而發行的可轉換債券。特別是在市場牛市期間，債務的增長速度進一步加快，凸顯出公司對於比特幣價值上升的依賴，以此來維繫其財務健康狀況。值得注意的是，這些債券所附帶的相對較低利息成本。在理想情況下，若債券持有人選擇在到期時，基於更高的股價將債券轉換為股權，那麼公司將能夠避免大量的現金償還，從而解決大部分債務問題。但面對市場環境的潛在惡化（比特幣市場崩潰），MicroStrategy (MSTR.US) 的股票溢價將大幅下降，該公司可能難以通過股市籌集到足夠的資金來清償即將到期的債務，同時可能不得不增發更多股份，這將導致現有股東的持股比例被削弱。另外，當 MicroStrategy (MSTR.US) 股價受到比特幣大跌影響時，部分對沖基金為了動態對沖其投資組合，預計這類基金會增加 MicroStrategy (MSTR.US) 股票的賣空量，這將進一步壓低 MSTR 的股價，因此 MSTR 股價的下跌可能會對其正溢價造成不利影響，進而對整個商業模式產生負面效應。因此，債券市場的風險可能會通過股價變動提前顯現。

### \*未來計畫購買多少枚比特幣？

MicroStrategy (MSTR.US) 在第三季度財報發佈的同時宣佈了“21/21 計畫”，計畫在未來三年內通過 210 億美元的股權融資和 210 億美元的債券發行，總共籌集 420 億美元用於購買比特幣。

截至目前，MicroStrategy (MSTR.US) 已經通過股權融資籌集了超過 80 億美元，並在 2024 年第四季度通過發行可轉換債券籌集了 30 億美元。考慮到比特幣市場的快速增長，市場預計 MicroStrategy



( MSTR.US )將在未來兩年內完成“21/21 計畫” 有機構預測 到2033 年底 MicroStrategy( MSTR.US )可能會持有比特幣總供應量的 4% 因為它將繼續利用有利的融資條件來籌集資金 購買更多的比特幣。如果按照機構對比特幣每枚 100 萬美元的目標價計算，這些比特幣的總價值將占到比特幣總供應量的約 4%。

在出售比特幣計畫方面，MicroStrategy ( MSTR.US ) 計畫通過充分利用現有的長期資本市場工具，以接近永久資本的形式持有其比特幣投資，其中長期無擔保可轉換債務便是一個典型例子。公司還表示正在考慮將長期優先股和固定收益市場作為未來資金籌集的潛在管道。

目前，比特幣在全球金融資產中的占比僅為 0.2%，但 MicroStrategy ( MSTR.US ) 預計未來比特幣在全球金融資產中的占比將達到 7%，預計到 2045 年比特幣的價格將達到每枚 1300 萬美元。這意味著從現在起，比特幣需要實現年均 29% 的複合增長率，MicroStrategy ( MSTR.US ) 正是基於這一長遠目標來專注於比特幣投資。

#### \*哪些公司正在效仿 MSTR 的策略？

目前已有多個非加密貨幣領域的公司正在追隨 MicroStrategy ( MSTR.US ) 的腳步，將比特幣納入其資產儲備。例如日本上市公司 Metaplanet、美國上市公司 Semler Scientific 和 MARA Holdings。這些公司不僅動用自有資金購買比特幣，而且還在積極籌集外部融資以增加其比特幣持倉。

2024 年 11 月 28 日，日本上市公司 Metaplanet 宣佈了一項計畫，通過新股認購權籌集最多 95 億日元 ( 約 6200 萬美元 ) 資金，用於加速其比特幣的積累。根據官方公告，Metaplanet 在 11 月 18 日以 17.5 億日元的價格額外購買了 124.117 枚比特幣，使得公司當前共持有 1142.287 枚比特幣。結合此次的股票計畫，預計 Metaplanet 將繼續擴大其比特幣持倉。

美國醫療科技上市公司 Semler Scientific ( SMLR ) 在 2024 年 11 月 25 日 增持 297 枚 比特幣，價值約 2910 萬美元。根據此前的報導，在 2024 年 11 月 6 日至 2024 年 11 月 15 日 這個時間段內，Semler Scientific ( SMLR ) 以 1770 萬美元的現金購入了 215 枚比特幣，平均每枚比特幣的價格為 82,502 美元，這個價格包括了費用和開支。截至 2024 年 11 月 25 日，Semler Scientific 共持有 1570 枚比特幣，總購買價為 11780 萬美元，平均每枚比特幣購買價為 75031 美元 ( 含費用和開支 )。

2024 年 11 月 28 日根據 MARA Holdings 的官方聲明，這家比特幣礦業公司宣佈通過發行價值 10 億美元的零息可轉換優先票據，額外購買了 703 枚比特幣。這使得該公司通過此次優先票據發行所購買的比特幣總數達到 6,474 枚，平均購買價格為每枚 95,395 美元。從年初至今，每枚比特幣的收益率為 36.7%。目前，MARA Holdings 總共持有約 34,794 枚比特幣，按照當前比特幣價格 95,000 美元計算，總價值約為 33 億美元。MARA 已經回購了部分 2026 年到期、價值 2 億美元的債券；在扣除交易



成本後，剩餘收益約為 1.6 億美元，這部分資金可用於在比特幣價格下跌時購買更多比特幣。

### \*如何看待公司目前的價值？

整體來說，MicroStrategy (MSTR.US) 通過利用資本市場的機會來增加其比特幣持倉，這一策略被視為公司價值創造的重要驅動力。在評估 MicroStrategy (MSTR.US) 股票價值時，主要應該將這一比特幣投資策略納入考量，就像評估公司銷售商品及服務一樣。比特幣目前正處於一個結構性的牛市之中，這一趨勢得益於特朗普上任後政府擬推出多項支持加密行業的政策、比特幣相關衍生品的持續推出以及機構投資者的採納。在估值指標上，根據市場數據，MicroStrategy (MSTR.US) 最新交易日的市值為 785.19 億美元，其所持比特幣數量為 386,700 枚，市值約 375 億美元，當前股票市值與其比特幣資產的淨資產價值 (NAV) 之比為 2.1 倍，即是說 MicroStrategy (MSTR.US) 的股價是其基礎比特幣儲備價值的 2.1 倍，目前溢價高於其歷史平均溢價。預計 2025 年比特幣市場繼續受到特朗普政策的積極影響，以及全球寬鬆貨幣政策的推動，比特幣價格有望達到新高，這將進一步支撐 MSTR 的高溢價預期。預計 2024 年底比特幣價格有望達到 10-12 萬美元，按照比特幣牛市階段對 MSTR 的高溢價預期，大約股票市值與其持有的比特幣價值在 2-2.5 倍浮動，根據 MSTR 持有比特幣的計畫數量情況來看，2024 年底 MSTR 有望持有 400000 枚比特幣，那預計 MSTR 在 2024 年年底前的合理市值大約在 800-1200 億美元，較公司目前的市值仍有提升空間，取平均值的話提升空間大約在 27%。因此，雖然 MSTR 在近 3 個月短期漲幅達到了 192%，但是對目前公司股價並不看空，認為在 12 月份 MSTR 股價仍有不小的上漲空間，但前提是比特幣的價格在年底前能上漲至 10 萬美元以上以及公司在年底前或繼續增持不少於 13300 枚比特幣以上。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

