

HASKEY
▶ CAPITAL

DAT 报告: 背景与简介

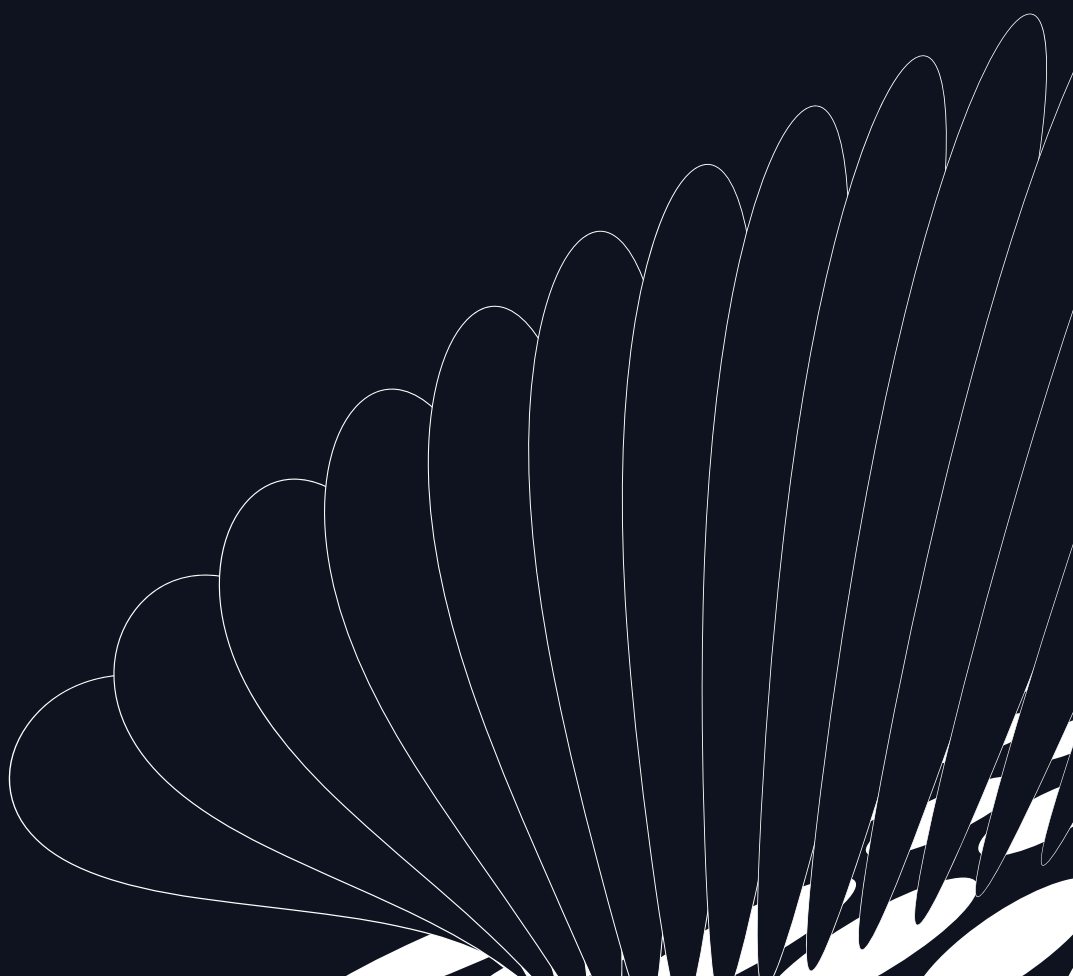
卷 1



DAT 如何重塑投资版图

在过去五年里，从美国 MicroStrategy 到日本 Metaplanet，再到全球数十家公开上市公司，数字资产财库（Digital Asset Treasury, DAT）模式正逐渐从个别现象演变成为一种新的资本市场潮流。DAT 公司通过将比特币、以太坊等数字资产纳入资产负债表，不仅重塑了企业的资本结构，也为投资者提供了一种区别于 ETF、基金的另类投资通道。

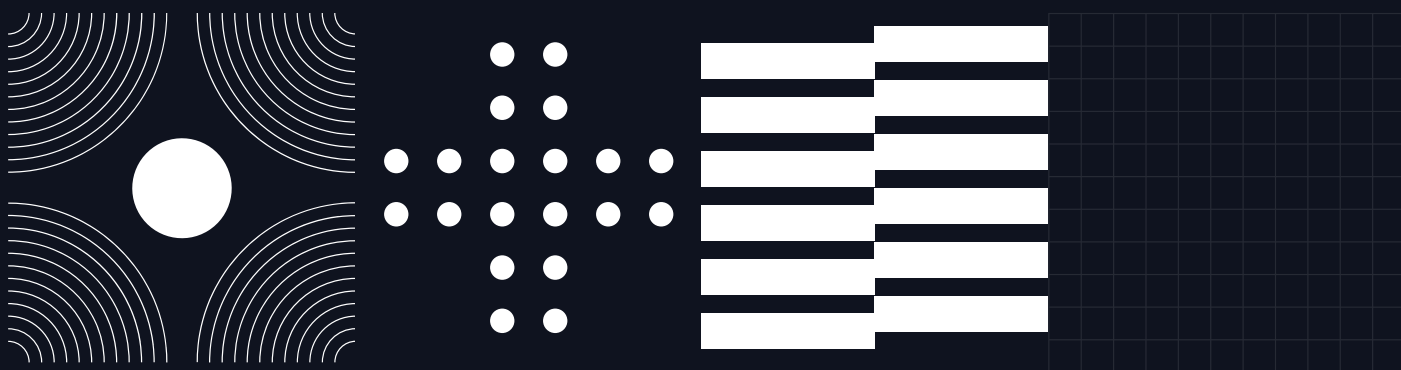
本报告作为“DAT 系列”的第一篇，将带领读者了解这一模式的基本概念、发展脉络、核心特征及与 ETF 的差异，并分析其在资本市场和加密生态中的战略意义。通过数据与案例，我们将看到为什么越来越多的公司选择成为“币股”，以及这种模式如何成为传统金融与数字资产世界之间的桥梁。



1 DAT 是什么

DAT 是指上市公司将部分或全部财库资产 (如现金、等价物) 配置于比特币、以太坊等加密资产，并以此作为其核心战略之一的商业模式。它不仅是资产配置的调整，更是企业面向未来数字经济的战略性定位。

在机构资金不断流入、积极寻求数字资产配置的背景下，数字资产财库公司 (Digital Asset Treasury Companies, DAT) 已成为数字资产生态中的重要叙事。这类公司通常为上市企业，并已公开宣布计划在其业务战略中长期持有大量数字资产，使其成为企业核心战略的一部分。



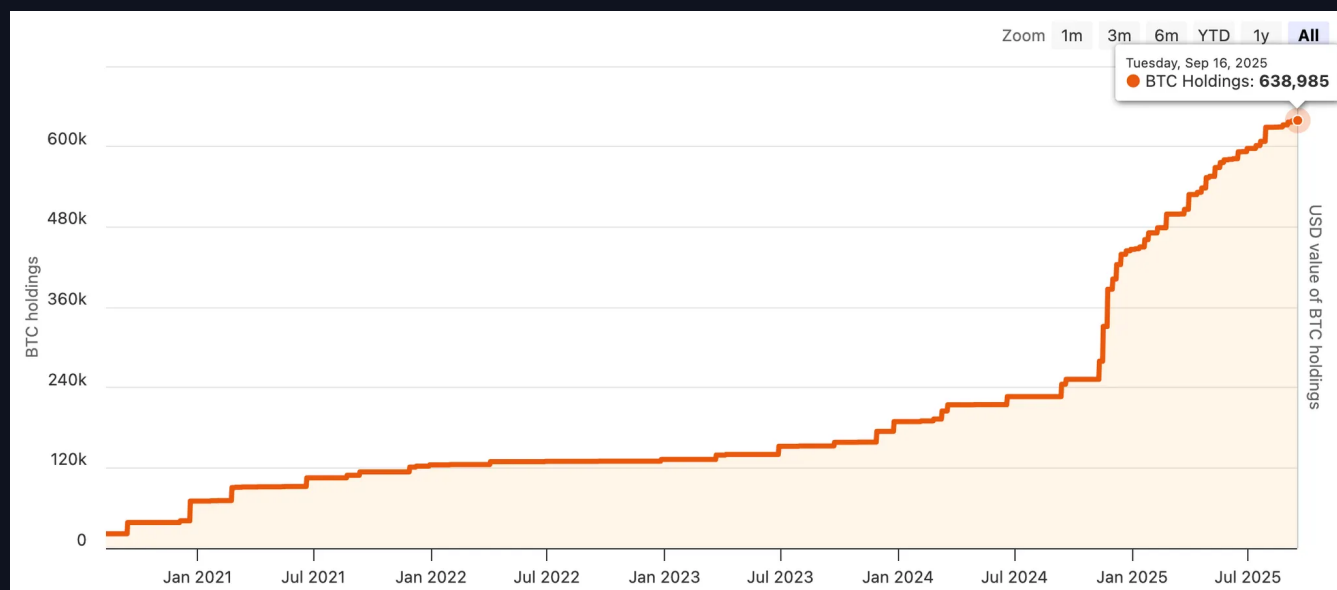
以 MicroStrategy 为代表的案例，以及美国监管层面的利好政策，共同推动了数字资产财库公司的迅速发展。美国总统特朗普签署的行政命令，正式允许建立战略性比特币储备；与此同时，机构投资者如今能够以公允价值计量数字资产持仓，使数字资产战略能够在公司资产负债表上得到确认与验证。在这些有利因素的推动下，市场需求快速跟进。从区域分布来看，美国是这些财库公司的最大市场。这类公司同样需要遵循严格的资本报告要求，并且必须与受监管的托管机构、加密货币交易所和做市商紧密合作，才能成功执行相关策略。其他地区也在紧随其后，其中亚洲企业采取了更为审慎的态度，在风险偏好与监管稳健之间寻求平衡。

目前，大多数财库公司主要持有 比特币和以太坊，但也有部分机构开始布局其他新兴的优质资产，如 Solana、XRP、HYPE、SUI 等。据目前公开数据

(bitcointreasuries.net, 2025 年 9 月 17 日)，上市公司共计持有 1,011,352 枚比特币，约占全网比特币的 5%，其中最大持有者为 MicroStrategy。自 2025 年以来，比特币的企业持仓规模已实现翻倍增长。同时，以太坊财库公司的共计持有约 388 万 ETH，约占全网以太币的 3.21% (strategicethreserve.xyz, 2025 年 9 月 17 日)。

2 DAT 简要历史与发展现状

DAT的最初形态始于以比特币为底层资产的DAT。2020年12月，MicroStrategy 宣布其在2020 年比特币购买总额超过 10 亿美元，自此开启了DAT征程。在五年间，MicroStrategy 通过自有现金、发行债券、发行股票等进行数次增持比特币。截止9月16日, bitcointreasures.net显示MicroStrategy共持有638,985枚比特币，是目前比特币持有量最高的公司持有者。



Strategy持有比特币一览，来源：bitcointreasures.net

根据MicroStrategy的比特币增持数据，在前4年，MicroStrategy基本以每年不到10万枚的速度增持比特币，在2024年增持量突破20万，在2025年增持量也已接近20万枚比特币。

Year 年	BTC Purchased 购买 BTC
2020	70,470
2021	53,921
2022	8,109
2023	56,650
2024	234,509
2025	190,990*

Strategy每年增持比特币情况，来源：MicroStrategy Bitcoin Holdings Timeline

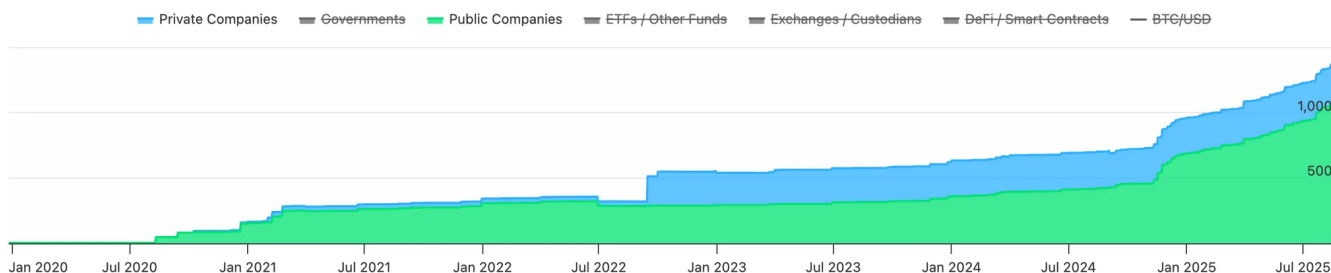


从公司持有BTC的发展情况来看（如下图），除了MicroStrategy每年增持比特币之外，有越来越多的公司加入持有比特币，据报道，持有比特币的上市公司从2024年底到2025年上半年新增了64家，目前共计190家上市公司、64家非上市公司正在或曾经持有过比特币，总计持有分别为1,011,352枚和299,207枚比特币。

比特币持有历史趋势图显示，上市公司比特币持有量的增长在2021年初和2024年底实现跳跃，主要推动为MicroStrategy的数笔操作。非上市公司的比特币持有量在2022年下半年猛增，其主要推动为当年9月份Block.one 公开持有16.4万枚比特币。

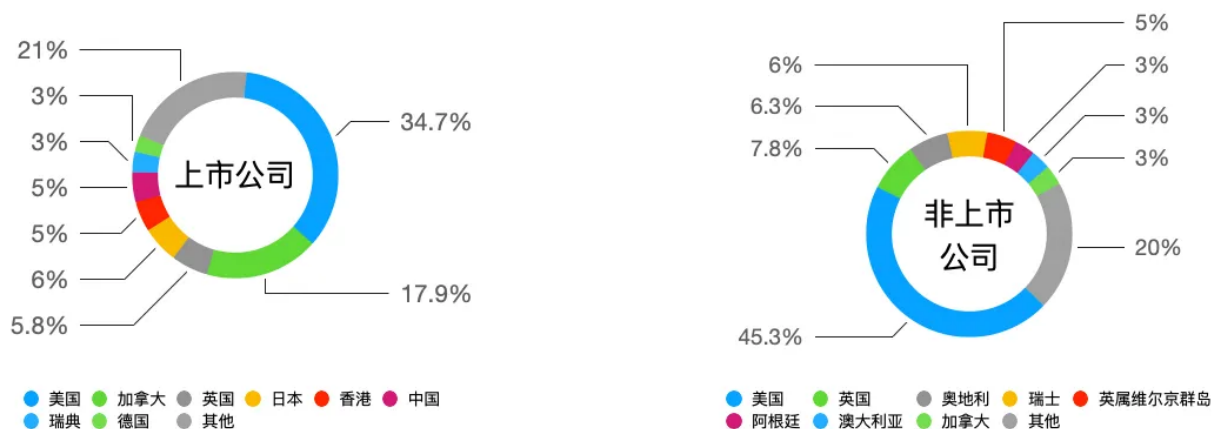
Distribution of Bitcoin Over Time

This chart shows the distribution of Bitcoin over time for all tracked entity groups.



比特币公司持有量历史图，来源：bitcointreasures.net

这些比特币持有公司覆盖多个不同国家，如饼图数据所示上市公司中有一半来自美国与加拿大，非上市公司中近一半来自美国。

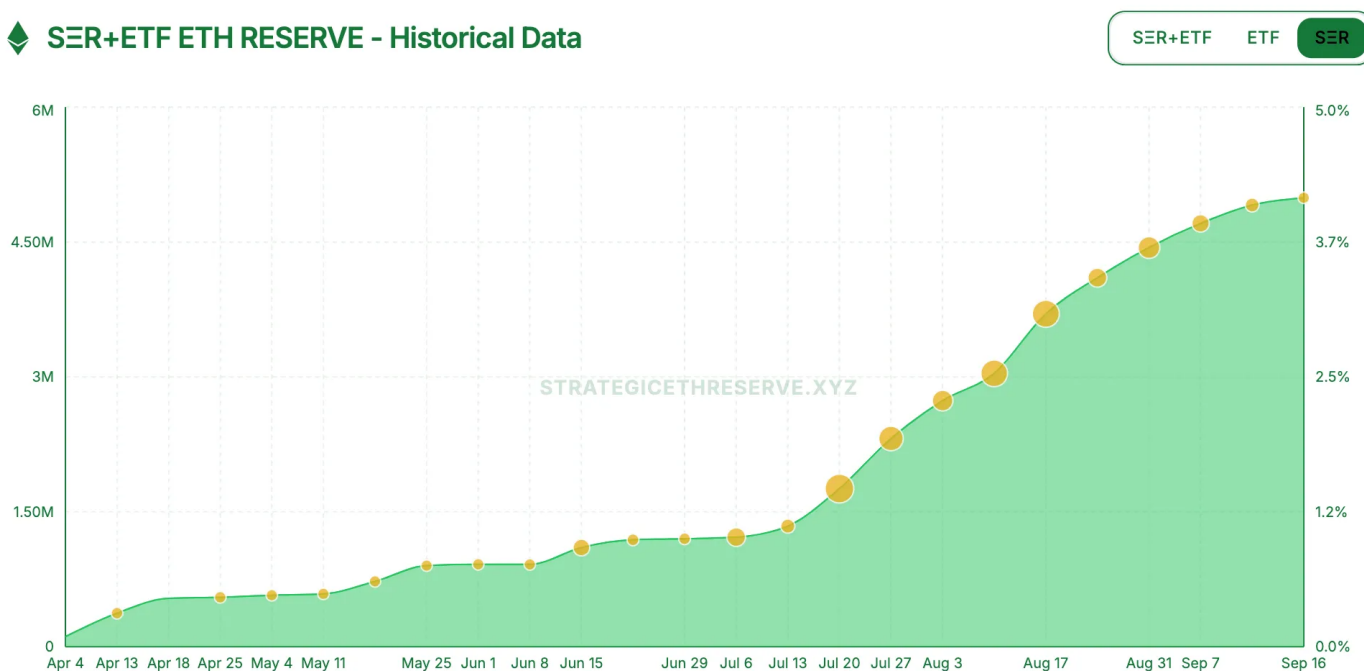


比特币持有公司国家地区分布图，来源：bitcointreasures.net, HashKey Capital整理

可以看到比特币DAT的发展呈现多公司、多区域、稳步增长发展特色。

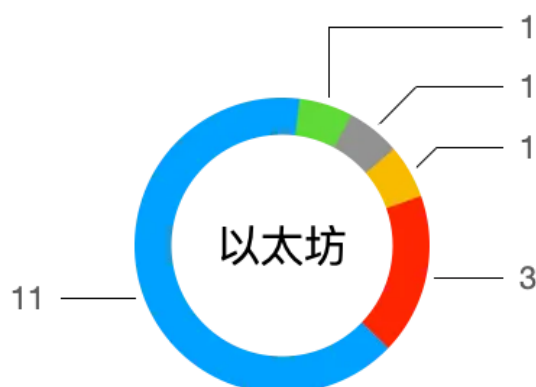
过去五年，DAT的标的资产差异化逐渐明显，逐渐将BTC之外的数字资产囊括在内，比如ETH、SOL等，这些标的资产多为高市值主流山寨币。以太坊DAT始于今年4月份，且在7、8月份以近乎翻倍的速度快速增长。

◆ SER+ETF ETH RESERVE - Historical Data



以太坊DAT持有量趋势图，来源：strategicetherreserve

相较于比特币DAT，以以太坊为标的资产的DAT主体据统计为17家，总共持有3.88M枚ETH。根据strategicetherreserve数据显示，17家以太坊持有主体有15家上市公司，1家准备上市，1家为链上协议。上市公司中有12家美国公司，3家中国（香港）上市公司。这种分布与比特币DAT相比存在明显差异，尤其是存在链上协议ETH Strategy这一个主体，其代币为STRAT在Uniswap发行。这一情况源于以太坊与比特币技术层面的差异，以太坊的智能合约允许构建复杂的DApp，因此生态也更加丰富。



● 美国 ● 法国 ● 英国 ● 链上协议 ● 中国（含香港）

以太坊持有公司国家地区分布图，来源：strategicetherreserve，HashKey Capital整理

紧随其后为Solana，根据coingecko数据显示共有8家上市主体持有，分布在三个国家。



● 美国 ● 加拿大 ● 新加坡

Solana持有公司国家地区分布图，来源：strategicetherreserve，HashKey Capital整理

以比特币、以太坊、Solana为标的DAT主体公司是目前主流的三大方向，相关信息汇总如下：

	BTC	ETH	SOL
标的持有量(M)	1.3	3.88	6.6
总供应量占比(%)	6.24%	3.21%	1.21%
持有数额(\$B)	151.79	17.28	1.55
主体数量	254	17	8

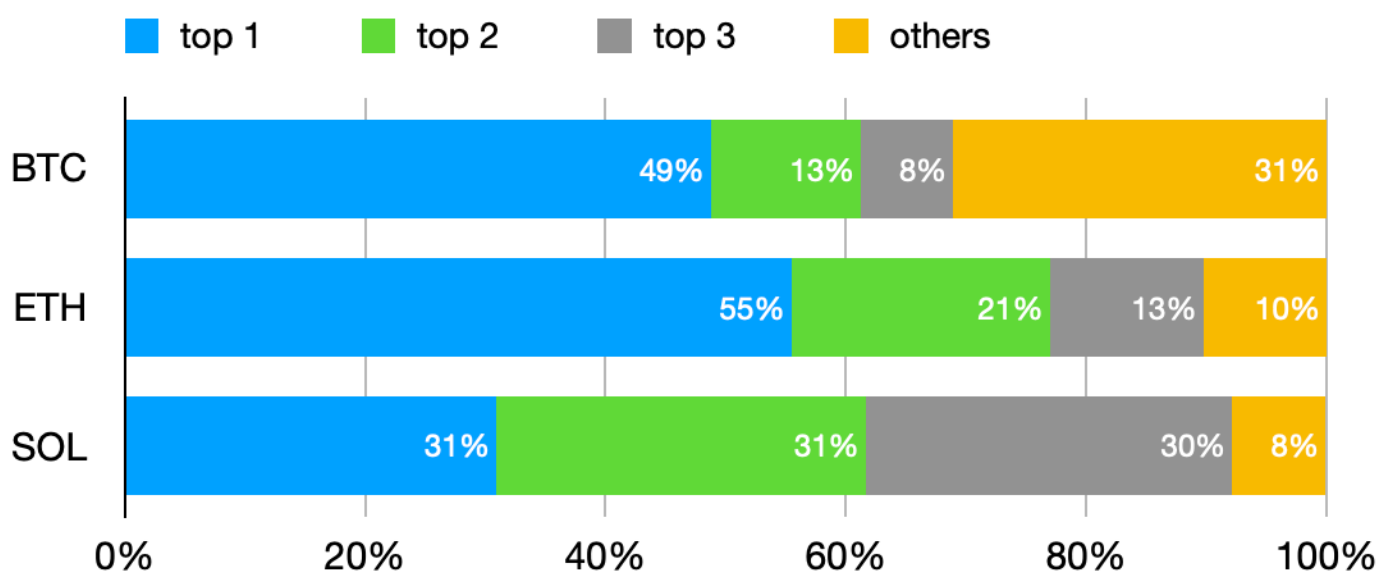
*数据截止至2025/09/15，BTC持有主体包含曾经持有现在为0的主体，全部未包含ETF、DAO treasury等。

以BTC、ETH、SOL为标的资产的三大DAT类别统计对比，来源：bitcointreasures.net，strategicetherreserve，HashKey Capital整理

从表格中可以得知持有BTC的主体数量远高于以太坊、Solana的，分别达到其15倍、30倍，这种现象表明多数DAT公司选择比特币作为标的，同时展现了比特币在加密货币世界的特殊地位。



进一步分析主体持有比例，BTC方面的DAT公司中最大持有者占比为MicroStrategy达到49%，远高于第二名的13%，MicroStrategy的绝对占比和高BTC体量隐藏着一定危机，作为市场风向标，当它出现比特币售出或无法继续DAT策略等行为或现象时将对市场造成极大威胁。ETH方面最大持有者更甚，达到了55%，但第二名也达到了21%，前三大占比达到90%，结构失衡。SOL方面则由前三大主体平均各占有30%，市场结构均衡。



以BTC、ETH、SOL为标的资产的三大DAT类别主体持仓量分布对比，来源bitcointreasuries.net strategicetherreserve, HashKey Capital整理

除了以BTC、ETH、SOL为标的资产外，DAT的标的资产还涉及到其他资产，如公链资产TRX、SUI、XRP，交易所平台币BNB，去中心化合约平台代币HYPE、特朗普家族平台代币WLFI等，这些DAT持有的标的资产量级在\$300M~2B范围内不等。进入2025年第三季度后这一现象继续加剧，我们预计会有更多DAT以其他资产作为标的出现。

除上述只买入单资产策略之外，以多资产为资产标的DAT公司逐渐出现，或进行标的资产调仓操作，如Lion Group (LGHL) 在9月份宣布将要将其所有的SUI、SOL转换成HYPE。另外这些DAT公司之间也开始存在互投现象，如KindlyMD (NASDAQ: NAKA) 的子公司NakamotoHoldings 宣布承诺投资日本比特币储备公司Metaplanet国际股权融资。

3 DAT 的特点

无论是单资产还是多资产的 DAT 公司，相较于传统公司、ETF 等上市交易等金融产品，DAT 作为一种新兴的商业模式具有十分鲜明的特征：

战略公开性

公司需公开宣布其 DAT 策略，并定期披露持仓。这种承诺是获取市场信任和溢价的基础。例如，MicroStrategy 自实施 BTC 储备策略以来发布了数十次买币公告，向股东透明展示持仓变化。同时还引入了新的指标“比特币收益率”，用以衡量每股所持有 BTC 数量的增长百分比。这种做法体现了 DAT 公司以长期持币战略自我约束、接受公众监督的特点，不仅可以吸引偏好该策略的投资者，也让市场对公司风险有清晰认知。

生态协同性

DAT 公司的命运与其所持有的加密资产生态深度绑定。当企业大量持有某种代币时，它事实上成为该区块链生态的大型利益相关者，因而有动力投入资源推动该生态的发展。例如，前述的 BitMine 公司持有巨量以太坊，并主动参与以太坊网络的质押（staking）以协助维护网络安全，同时获取额外收益。公司自身成长与生态繁荣形成正循环——代币升值令公司受益，公司壮大又进一步支持生态。这种协同效应有助于构建价值闭环：DAT 投资人和项目社区实现“双赢”，推动整个数字资产生态的长期可持续发展。

合规演进性

随着监管环境的变化，DAT 模式本身也在逐步机构化、合规化。早期企业直接持币常被视作异类，高波动资产对财报的影响也令传统审计头疼。而如今从会计准则到监管政策都在适应这一趋势。美国上市的 DAT 公司必须满足严格的审计和资本充足要求，采用受监管托管机构保管数字资产，并遵守反洗钱和信息披露规定。与此同时，新产品如比特币 ETF 提供了更多合规投资替代，但也迫使 DAT 公司提升自身规范运作水准，以在竞争中凸显优势。可以预见，未来 DAT 的运作将越来越接近主流金融机构的风范——既享受加密资产增长红利，又遵循健全的风险管理与合规框架。

4 与其他金融工具的对比

在评估DAT的投资价值时，一个核心的视角是将其置于更广阔的金融工具谱系中进行比较分析。我们选取了直接投资加密货币、加密货币现货ETF、以及DAT公司股票三种方式，从流动性效率、风险收益特性、杠杆结构与下行保护四个关键维度进行剖析（详见下表）。我们的分析表明，DAT并非对前两者的简单替代，而是作为一种更高级的、融合了股权与加密资产特性的复合型工具，为专业投资者提供了独特的Alpha来源DAT

评估维度	直接买币	ETF	DAT公司
流动性效率	即时 点对点交易， 链上秒级确认	较低效 申赎需中介参与， 耗时数日	更高效 依托分布式账本技术，实现 秒级跨链转移 ，大幅提升资金效率，可实现 分钟级跨资产兑换
价格弹性与风险工具	极高波动性 完全暴露于币价， 缺乏内置风险隔离	受制于联动性 ， 波动性与标的资产同步， 工具单一	提供多元套利空间 具备天然风险隔离属性，为机构提供多元套利工具，这种波动性为专业投资者提供了丰富的结构化产品和套利空间
杠杆结构	无内置杠杆 资本效率低，100% 资金换取100%敞口	无内置杠杆 产品本身不提供杠杆， 需投资者自行融资	杠杆结构更科学 通过 可转债等非赎回型融资设计 杠杆，相较单纯持有加密货币，能 放大资本溢价空间 ，这种设计 填补了传统金融工具之间的缺口
下跌保护机制	无任何保护 直面 100%的下跌风险	无内置保护 产品净值随标的资产 下跌而1:1 减少	内置下跌保护 当DAT 股价跌破资产净值时，投资者可折价购入…而市场套利行为会迅速修复折价，这种市场价格低于净值的情况通常会被市场迅速修正，从而形成 天然下跌保护
综合评价	纯粹的 Beta 暴露， 工具单一，风险最高	提供合规便利性， 但仍是单一Beta工具， 效率较低	“更好的”解决方案 ：提供Alpha 机会、高效流动性、科学杠杆和天然安全垫，是面向专业投资者的高级工具

超越Beta: 寻求结构性Alpha

直接投资与ETF投资的核心是获取加密货币的Beta收益，即市场的基础性回报。然而，DAT的投资逻辑超越了Beta，其核心魅力在于获取结构性阿尔法。

- 对于直接持有者而言，其收益曲线与币价高度重合，是一种纯粹但也被动的风险暴露。
- 对于ETF投资者而言，尽管获得了合规性与便利性，但其收益模式本质上仍是“币价减管理费用”，未能摆脱Beta的范畴。
- 而对于DAT投资者而言，其收益来源是多元化的：它不仅包含了底层加密资产的升值，更包含了一级市场折扣、智能杠杆运用、跨市场套利以及管理团队执行力所带来的溢价。这种Alpha并非来自市场波动，而是源于DAT这种特殊资本结构所内生的价值创造能力。

风险管理的维度升级：从被动接受到主动利用

传统的风险观念将波动性视为需要规避的。而DAT提供了一种新视角：将波动性转化为可管理的资源甚至利润来源。直接投资和ETF投资者在下跌市场中几乎无能为力，只能被动接受回撤。而DAT复杂的资本结构为其提供了多维度的风险管理工具：

- 其股价与NAV之间的折溢价变化，为市场提供了套利机会，这种套利行为本身就成为稳定价格的机制。
- 通过发行非赎回型长期债务（如可转债），DAT公司在牛市中可以放大收益，而在熊市中，其债务结构提供了缓冲，避免了Margin Call导致的强制性清算风险。
- 正如刚才图表所示，当DAT股价因市场恐慌而跌破其资产净值（ $mNAV < 1$ ）时，这本身会吸引价值投资者和套利者入场，形成一种内置的“安全垫”机制，这是其他两种投资方式完全不具备的动态风险调节能力。

综上所述，不能简单地理解为DAT只是“投资加密货币的替代途径”，事实上DAT是一种独特的、自成一体资产类别。因此，对于寻求更高资本效率、更丰富策略工具和更主动风险管理方式的专业投资者和机构而言，DAT并非一个可选项，而是一个必选项。它代表的不是对过去的替代，而是对未来投资范式的升级。正如HashKey集团创始人肖风博士所言：“ETF不错，但DAT更好”。其“更好”之处，正源于其无法被传统金融工具所复制的、内生于其结构之中的阿尔法创造能力。

5 DAT 的意义

作为连接传统金融世界与加密世界的新载体，数字资产财库公司的出现具有多方面的意义：

DAT是传统投资者进入加密世界的桥梁

与ETF类似，DAT公司为无法或不便直接持有加密货币的投资者提供了一座桥梁。但与ETF相比，DAT的运营更加灵活，许多机构投资者（如一些国家的公募基金、养老金等）受制于监管不能直接购买比特币或相关ETF，但可以买入海外上市公司的股票。因此，DAT模式在一定程度上拓宽了加密资产的投资者基础，将传统资本引流进入加密领域。

此外，DAT公司的运作更加灵活：管理层可以主动根据市场状况调整持仓或开展增值策略（如前述利用持币质押生息等），为股东争取超额回报。这种灵活性和增长故事也使得一些DAT公司股票本身获得市场追捧，在二级市场上表现亮眼。

DAT能够加强传统世界对数字资产的关注度，加速形成数字资产的大众共识。MicroStrategy在宣布首次购买大量BTC后，股票价格上涨了20%，大量企业的财政部门、券商、金融机构等开始研究比特币，加速了传统世界对BTC的认知。这大大提升了数字资产在传统金融圈的关注度，加速形成了更广泛的认知共识。可以说，DAT公司扮演了布道者和催化剂的角色，将两种迥异的金融生态连接起来，推动加密资产迈向主流投资品。

赋能区块链生态，实现价值闭环

数字资产财库公司的出现，还为加密项目生态引入了强大的新增资金来源，帮助项目实现内部价值循环。一方面，DAT公司持续在二级市场购币并长期锁仓，客观上减少了代币的流通供应，有助于维护币价稳定和上涨，从市场层面支持了项目生态的币值。

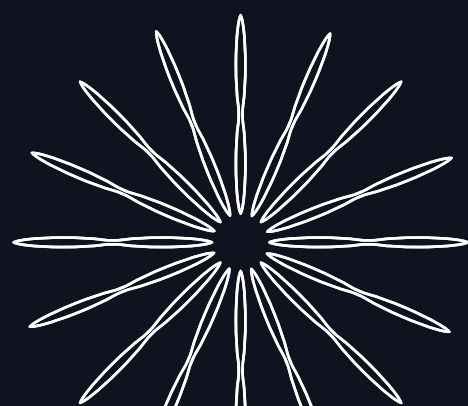
另一方面，由于持有大量某项目代币，这些公司与项目官方（基金会）在利益上高度一致，皆希望生态繁荣、币价上涨。管理人将会把持有的代币贡献给生态最需要的环节，比如参与 PoS 链的 staking 提高网络安全，或将代币出借给 DeFi 协议提供流动性，甚至投资生态内的初创项目，扶持实际应用落地。这种增长飞轮，可以让生态赋能更有效率，实现DAT投资人和生态的共赢。



聚焦长期价值穿越短期波动

DAT模式还引导市场关注点从短期炒作转向长期价值创造。在传统观念下，加密货币企业往往被贴上“投机”、“波动剧烈”的标签，投资者也热衷于猜测币价短期涨跌。而财库公司明确表示其核心财务目标是每股所对应的数字资产净值，而非追逐短期币价波动。这意味着管理层更关心在若干年维度上能持有多少币、币本身内在价值能增长多少，而不会为季度盈亏去随意买卖仓位。

当市场开始以类似评价价值投资公司的眼光来看待DAT公司时，整个生态的估值体系也趋于成熟稳定。长期投资者（如价值型基金）更有可能加入，提升投资者结构的稳定性，降低股价和币价的剧烈波幅。换言之，DAT模式帮助将“一味投机炒作”的注意力引导至“资产长期增值能力”的讨论。它让投资者思考：这家公司持有的这些比特币/以太坊，五年十年后会因为生态的发展而更值钱吗？如果答案是肯定的，那么短期价格回调就不足惧。这样的理念转变，有助于数字资产领域涌现更多长期主义者，从而提升整个行业估值的稳健性与健康度。



结语

数字资产财库公司作为传统金融与数字资产世界的交汇产物，正发挥着桥梁、赋能和定锚的多重作用。一方面，它们为传统资金参与加密打开方便之门，壮大了加密市场的资金池和认同度；另一方面，它们自身的存在也在倒逼加密生态走向更成熟——无论是提升合规还是重视长期基本面。这类公司的崛起映射出数字经济转型的一个缩影：越来越多的企业开始将数字资产视作战略资源来配置和运营。

而在本系列报告的下一篇，我们将聚焦在 DAT 公司如何具体发行和运作，以及从投资人角度，如何判断和评估 DAT 公司投资价值。

参考资料

- https://www.finet.hk/newscenter/news_content/68b3c092800d457d2ca09e3e
- *The Rise of Digital Asset Treasury Companies (DATCOs)*,
- <https://www.galaxy.com/insights/research/digital-asset-treasury-companies>
- *Digital Asset Treasury Strategy*
- <https://crypto.com/en/research/dat-strategy-coms-jul-2025>
- *Cryptocurrencies in the Balance Sheet: Insights from (Micro)Strategy - Bitcoin Interactions*
- <https://arxiv.org/pdf/2505.14655>
- *Adding Bitcoin to a Corporate Treasury*
- <https://www.fidelitydigitalassets.com/research-and-insights/adding-bitcoin-corporate-treasury>