

# 报告：全球数字资产财政公司（DATCOs）

## 深度分析：商业模式、估值框架与市场格局

### 第一章：绪论：数字资产财政公司（DATCO）的崛起

#### 1.1 定义与特征：不止是持有加密货币

数字资产财政公司（Digital Asset Treasury Companies, DATCOs）代表了在传统金融（TradFi）与加密货币交汇处出现的一类新型上市公司。其核心定义为：**将积累数字资产（通常为比特币）作为其核心商业功能与首要战略的上市公司**<sup>1</sup>。这一定义精确地将其与那些仅仅在其资产负债表上偶然持有加密货币的公司区分开来。例如，特斯拉（Tesla）、比特币矿企或 Coinbase 等加密货币交易所，它们的主要价值来源于其传统的运营业务，而非战略性的资产积累<sup>2</sup>。

成为一家 DATCO 需满足三个关键标准：

1. **公开上市**：在主要证券交易所（如纳斯达克、东京证券交易所）公开交易。
2. **大量持有**：在其资产负债表上持有重要数量的数字资产。
3. **蓄意战略**：将资产积累作为其商业模式的中心环节，而非偶然的财务配置<sup>1</sup>。

这一定义的重要性在于，它隔离出了一类独特的投资工具。这些公司利用其上市地位作为直接获取加密资产的渠道，这与那些仅将加密货币作为公司金库多元化配置一部分的公司有着本质区别。这种区别是理解其独特商业模式和估值模型的根本前提。

DATCOs 的出现，本质上是资本市场的一种结构性创新。它们在传统金融和加密生态系统之间架起了一座桥梁，通过将加密资产“股权化”，为那些因合规或监管限制而无法直接持有数字资产的机构投资者（如养老基金、主权财富基金和捐赠基金）提供了一个熟悉的、受监管的投资渠道<sup>1</sup>。这一过程的逻辑链条清晰可见：首先，机构投资者在直接持有加密资产方面面临着复杂的监管和合规障碍；其次，公开交易的股票是这些机构所接受的标准资产类别；再次，DATCO 通过在其资产负债表上持有加密资产并发行自身股票，成功地将一种非监管的数字商品转化为一种受监管的证券。因此，DATCO 模式的核心功能不仅是资产积累，更是一种监管和结构的套利，为庞大的机构资本池开辟了一条进入加密世界的新通道。

## 1.2 DATCO 的诞生：从 MicroStrategy 的战略转型谈起

DATCO 模式的起源可以追溯到 2020 年，由迈克尔·塞勒（Michael Saylor）领导的软件公司 MicroStrategy（现更名为 Strategy，股票代码：MSTR）开创。当时，该公司开始将其大量的现金储备转换为比特币，这一决策使其从一家“沉睡的软件解决方案公司”转变为比特币的高贝塔值（high-beta）投资代理，其市场价值也因此飙升<sup>1</sup>。

理解这一创始故事是掌握该模式核心逻辑的关键：利用上市公司比私人或基金能更高效地筹集资本（包括股权和债务）的能力，来持续收购目标资产。MicroStrategy 的成功创造了一个可复制的金融工程策略模板，即“塞勒剧本”（The "Saylor Playbook"）。该剧本的核心是：选择一个上市实体（通常是增长停滞的运营公司或现金充裕的空壳公司），将其核心公司战略转向资产积累，并利用其在公开市场的融资能力作为资金引擎。如今，这一模式正在全球范围内被明确地复制，其中最显著的例子便是日本的 Metaplanet 公司，它被誉为“东方的 MicroStrategy”<sup>7</sup>。

MicroStrategy 的实践证明，市场愿意给予这类公司远高于其数字资产净值的估值溢价。这种溢价创造了一种套利机会：公司能够以高价增发股票，并用所得资金以较低的有效价格购买标的资产，这对现有股东而言是一种增值行为。这种金融工程模型与特定行业无关，使得公司原有的业务（无论是软件、生物科技还是游戏）退居次要地位，而资本募集和资产转换的效率成为其核心。因此，全球 DATCOs 的兴起并非一个行业趋势，而是一种可以应用于各种公司载体的特定金融战略的扩散。

### 1.3 为何选择 DATCO：与比特币 ETF 及矿业公司的核心区别

对于寻求加密资产敞口的投资者而言，DATCOs 提供了一种独特的价值主张，它与比特币现货 ETF 和矿业公司存在显著区别。

- **与 ETF 的对比：**与被动跟踪资产价格的现货 ETF 不同，DATCOs 能够主动、战略性地募集和部署资本，包括使用杠杆（如发行债务、可转换债券）来放大其购买力<sup>1</sup>。此外，ETF 的资产规模会随着资金的流入流出而双向变动，而 DATCOs 通常被视为“单向的封闭式基金”，其收购行为有效地锁定了市场上的加密资产供应<sup>5</sup>。
- **与矿业公司的对比：**DATCOs 与比特币矿企也存在本质不同。矿企的价值不仅与比特币价格挂钩，更与其运营效率紧密相关，包括能源成本、挖矿设备的效率等<sup>9</sup>。

从根本上说，DATCOs 和矿业公司提供了两种不同形式的运营杠杆。投资者在两者之间做出选择，实际上是在对两种不同的运营能力下注。DATCO 的成功取决于其管理层驾驭资本市场的 ability——把握股权发行的时机、管理债务结构以及利用其股票溢价。而矿企的成功则取决于其驾驭能源和硬件市场的能力——确保廉价电力供应和部署高效的 ASIC 矿机。DATCO 的主要“运营”是金融活动：发行股票、募集债务、购买加密资产，其超额收益（alpha）来源于金融敏锐度。而矿企的主要运营是工业活动：运营数据中心、采购能源、优化硬件，其超额收益来源于工业效率。两者都是标的加密资产的代理，但其潜在表现优劣的根源截然不同。因此，如果投资者相信一个管理团队能在资本市场中表现出色，他们应选择 DATCO；如果相信其能在能源和硬件市场中脱

颖而出，则应选择矿企。

## 第二章：DATCO 商业模式深度解析

### 2.1 核心战略：作为“单向收购工具”的资产积累

DATCO 的商业模式极其专注，其核心战略是充当一个“单向收购工具”（one-way acquisition vehicle）<sup>6</sup>。其主要目标是通过持续积累数字资产，推高代币价格，从而吸引更多的用户、开发者和去中心化应用（dApps），最终提升整个生态系统的知名度，尤其是在传统投资者中的影响力<sup>6</sup>。

这一战略的成功运作依赖于三个理想条件的支撑：

1. 数字资产价格处于持续的上升趋势中。
2. 公司的股权相对其资产净值（NAV）保持较高的溢价。
3. 资本市场保持流动性和对融资活动的接纳度<sup>1</sup>。

这种模式将 DATCO 定位为一个资本配置机器，而非传统的运营公司。其成功的衡量标准是其以每股为基础的资产增长能力。

### 2.2 资本形成引擎：ATM 增发与 PIPE 融资的运作与影响

DATCOs 主要通过两种金融工具来为其资产收购战略提供资金：**市场化股票发行计划（At-the-Market Equity Programs, ATM）** 和 **上市公司私募融资（Private Investments in Public Equity, PIPEs）**<sup>1</sup>。

- **ATM 增发**：这是 DATCOs 偏爱的融资方式。ATM 允许公司在公开市场上以当前市价逐步、灵活地发行新股，避免了传统大规模增发时通常需要提供的陡峭折扣<sup>1</sup>。当公司股价高于其每股资产净值（NAV）时，ATM 的效用最大化。在这种情况下，每一次通过 ATM 募集的资金所购买的加密资产价值，都高于因增发股份而造成的稀释效应，从而对现有股东产生增值效应。
- **PIPE 融资**：PIPE 允许公司快速进行大规模的定向融资，但通常伴随着显著的股权稀释，并可能给股价带来短期压力，因为 PIPE 投资者往往会要求一个较市价有折扣的认购价<sup>1</sup>。

DATCO 的商业模式可以被理解为一个由其自身股价溢价驱动的、能够自我强化（或自我毁灭）的飞轮。当市场情绪高涨，加密资产价格上涨时，会推动 DATCO 的股价，产生并维持一个可观的 NAV 溢价。这个溢价使得公司可以通过 ATM 进行增值性股权发行，募集到的资金又可以用来购买更多的加密资产。这一行为向市场传递了积极信号，可能进一步推高资产价格和公司股价，形成一个正向的反馈循环。

然而，这个飞轮同样可能逆转。一旦加密市场进入下行周期，投资者情绪冷却，股价溢价可能会迅速消失甚至变为折价。此时，任何股权发行都将是稀释性的，ATM 融资渠道 фактически 关闭。公司将被迫停止资产收购，这会向市场释放负面信号，可能导致股价进一步下跌，从而陷入一个恶性循环。因此，整个商业模式的存续与 NAV 溢价的存在动态绑定，使其具有内在的顺周期性，并在市场下行时显得尤为脆弱。

## 2.3 载体演变：从运营公司（Opco）到 SPAC 的转型路径

DATCO 的金融战略具有高度的灵活性，并不局限于特定类型的公司载体。其演变路径主要包括

以下几种：

- **运营公司（Opco）转型**：这是最经典的模式，即一个现有的、拥有主营业务的上市公司进行战略转型。通常，选择这条路径的公司其原有业务的“机会成本”较低，例如增长停滞或现金流充裕但缺乏投资渠道。MicroStrategy（软件业务）和 GameStop（游戏零售）是此模式的典型代表<sup>2</sup>。
- **特殊目的收购公司（SPAC）**：SPAC 是一种上市的空壳公司，其成立目的是通过 IPO 募集资金，用于并购一个未上市的目标公司。在 DATCO 模式中，SPAC 可以通过与一个持有加密资产或计划进行加密资产积累的公司合并（即 De-SPAC 交易），从而转变为一个纯净的 DATCO 载体<sup>2</sup>。
- **其他空壳公司（Shellco）**：与 SPAC 类似，其他类型的上市空壳公司也可以通过并购重组，被改造为执行数字资产财政战略的平台<sup>2</sup>。

近期，Parataxis Holdings 对韩国 KOSDAQ 上市公司 Bridge Biotherapeutics 的收购，正是这种转型策略的最新例证。通过此次交易，一家生物科技公司将被重塑为韩国首家由机构支持的比特币财政公司，并更名为 Parataxis Korea<sup>8</sup>。这充分展示了 DATCO 模式作为一种金融战略，可以被嫁接到各种类型的上市实体上，为那些核心业务面临挑战的上市公司提供了一条潜在的转型路径。

## 2.4 策略分化：比特币主导型 vs. 以太坊生息型及其他生态系统策略

随着 DATCO 模式的发展，其内部也出现了明显的策略分化。最初，该模式由以比特币为中心的战略主导，MicroStrategy 是其旗手。然而，新的趋势正在涌现，特别是在以太坊和其他生态系统领域。

- **比特币主导型（Bitcoin-Dominant）**：这是最成熟的模式，专注于将比特币作为主要的、甚至是唯一的储备资产。其投资逻辑简单直接，即成为比特币价格的杠杆化代理。

- **以太坊生息型 (Ethereum Yield-Bearing)**：以太坊为中心的 DATCOs，如 BitMine (BMNR) 和 SharpLink (SBET)，开辟了新的可能性。由于以太坊采用权益证明 (Proof-of-Stake) 共识机制，这些公司可以通过质押 (Staking) 其持有的 ETH 来获得网络奖励，或参与去中心化金融 (DeFi) 协议来产生收益。这种能力是当前比特币所不具备的，它为公司提供了一种“非稀释性”的收益来源<sup>4</sup>。
- **其他生态系统策略 (Other Ecosystems)**：一些 DATCOs 选择专注于特定的区块链生态系统，例如 Upexi (UPXI) 专注于 Solana (SOL)，而 Tron Inc. (TRON) 则专注于 TRX<sup>6</sup>。这些公司的价值不仅与特定代币的价格挂钩，还与该生态系统的整体发展和采用情况紧密相连。

treasury 资产的选择从根本上改变了公司的商业模式，使其从一个纯粹的贝塔投资 (pure-beta play) 转变为一个可能产生阿尔法收益 (alpha-generating) 的运营实体。一个比特币 DATCO 主要是一个关于比特币价格的杠杆化赌注，其收入完全依赖于资本市场 (发行股/债) 和资产价格的升值。相比之下，一个以太坊 DATCO 通过质押引入了一个运营元素，使其能够产生独立于价格波动的收益。这种运营收益可以用来支付公司运营费用，或者在不稀释股东权益的情况下购买更多资产，从而在市场平淡或下跌时提供更强的韧性。因此，以太坊 DATCO 拥有两个收入来源：资本市场/价格升值，以及来自质押的运营收益。这使其在资本效率和可持续性方面具有理论上的优势，尽管同时也引入了新的风险，如智能合约风险和质押协议风险。

## 第三章：DATCO 估值模型与关键指标

对 DATCO 进行估值需要一套超越传统财务分析的框架，因为它融合了资产管理、金融工程和市场情绪等多个维度。

### 3.1 估值基石：资产净值 (NAV)



资产净值（Net Asset Value, NAV）是 DATCO 估值的绝对基石。它代表了公司资产负债表上所持有的数字资产按当前市场价格计算的总价值。任何对 DATCO 的估值分析都始于计算其总 NAV 以及每股 NAV<sup>1</sup>。NAV 为公司的资产持有量提供了一个“底价”或内在价值的参考，后续所有的估值讨论都围绕着股价与此基准的偏离程度展开。

## 3.2 核心驱动力：股权相对 NAV 溢价 (mNAV)

股权相对 NAV 溢价是理解和评估 DATCOs 最关键的概念。它量化了公司的市场价值（通常使用企业价值 EV）相对于其持有的数字资产净值（NAV）高出多少。这个指标通常以倍数形式表示，即 **mNAV (multiple of Net Asset Value)**<sup>1</sup>。例如，MicroStrategy 的 mNAV 为 1.60，意味着其企业价值是其所持比特币价值的 1.6 倍<sup>13</sup>。

这种溢价的存在并非市场非理性，而是由多个因素驱动的：

- **合规的投资渠道：**如前所述，DATCOs 为无法直接购买加密货币的机构投资者提供了合规的敞口<sup>1</sup>。
- **稀缺性价值：**作为市场上为数不多的此类投资工具，其稀缺性本身就构成了溢价的基础<sup>5</sup>。
- **运营杠杆的价值：**投资者愿意为管理层通过高效的资本运作（如利用溢价进行增值性收购）来增加每股资产价值的能力支付溢价。

mNAV 不仅是一个估值指标，它更是 DATCO 商业模式增长引擎的燃料。一个持续且高水平的 mNAV 是 DATCO 成功运作的标志。

## 3.3 效率衡量标准：比特币收益率 (Bitcoin Yield)



比特币收益率（Bitcoin Yield）是一个关键绩效指标（KPI），用于衡量一家公司在一段时间内，其**每稀释股的比特币持有量**的增长效率<sup>1</sup>。这个指标反映了公司的资本效率，即其在不严重稀释股东权益的情况下，募集资金并将其转换为比特币的能力。

一家公司可能通过大规模发行股票购买了大量的比特币，但如果这个过程对现有股东造成了过度稀释，其比特币收益率就会很低，这表明其资本运作效率不佳。研究表明，更高的比特币收益率与更高的股权溢价（mNAV）之间存在正相关关系，因为市场会奖励那些能够高效为股东积累资产的管理团队<sup>1</sup>。

### 3.4 综合估值框架：超越传统模型的叙事与情绪驱动因素

对 DATCO 的估值不能简单地套用适用于传统企业的现金流折现（DCF）等模型，因为对于纯粹的 DATCO 而言，其原有业务的现金流几乎可以忽略不计<sup>14</sup>。其价值更多地受到叙事、投资者情绪以及其在特定资产的生态系统中所扮演角色的影响<sup>1</sup>。

一个更全面的估值框架应包含三个核心要素：

1. **资产（Assets）**：由 NAV 衡量的公司持有资产的当前价值。这是价值的客观基础。
2. **管理技能（Management Skill）**：由比特币收益率等指标量化的管理层资本配置能力。一个高效的管理团队能够持续为股东创造超越市场基准的回报，理应获得更高的估值。
3. **市场叙事（Market Narrative）**：体现在 mNAV 中的市场情绪溢价。这包括市场对标的资产未来的信念、对公司战略（例如，领导人如迈克尔·塞勒的个人魅力和愿景）的认可，以及通过受监管工具获取敞口的便利性价值。

因此，对 DATCO 的估值可以被概念化为一个三因子模型。NAV 是公司持有物的基准价值。比特币收益率衡量了管理层在每股基础上增加该 NAV 的效率，高收益率证明了其获得更高溢价的合理

性。而 mNAV 则反映了市场对未来的无形信念，包括资产的未来、公司的角色以及通过受监管工具接触该资产的价值。一个合理的估值公式可以被理解为  $NAV \times f(\text{Bitcoin Yield, Market Narrative})$ ，其中溢价（mNAV）是管理效率和市场情绪的函数。

### 3.5 关键 DATCO 估值指标对比

为了直观地比较主要 DATCOs 的估值状况和运营效率，下表汇总了关键指标。通过将 mNAV 与比特币收益率并列，可以检验资本效率与市场溢价之间的相关性。

公司 (Company)	股票代码 (Ticker)	主要财政资产 (Primary Treasury Asset)	资产净值 (NAV, \$M USD)	企业价值 (EV, \$M USD)	mNAV (EV/NAV)
Strategy Inc.	MSTR	Bitcoin	\$74,001	\$118,157	1.60
MARA Holdings, Inc.	MARA	Bitcoin	\$5,956	\$5,810	0.98
Riot Platforms, Inc.	RIOT	Bitcoin	\$2,264	\$4,100	1.81

Metaplanet Inc.	3350.T	Bitcoin	\$2,223	\$1,050	0.47
Semler Scientific	SMLR	Bitcoin	\$591	\$550	0.93
BitMine	BMNR	Ethereum	\$4,960	\$6,200	1.25
GameStop Corp.	GME	Bitcoin	\$554	\$7,500	13.54

注：数据基于截至 2025 年 8 月中旬的公开信息和市场价格估算<sup>11</sup>。NAV 主要基于公司报告的数字资产持有量乘以当时的市场价格计算。企业价值（EV）和市值（Market Cap）来源于金融数据提供商。mNAV 的计算可能因 EV 的计算方法（是否包含债务、优先股等）而略有不同。GameStop 的极高 mNAV 反映了其作为“Meme 股票”的特殊市场情绪，其估值已脱离基本面。

## 第四章：全球 DATCO 市场格局与区域分析

DATCO 现象已从北美发源地扩展至全球，在不同区域市场呈现出各具特色的发展路径。

### 4.1 北美市场：先行者的成熟生态系统

美国依然是 DATCOs 的全球中心，拥有最成熟和最多样化的公司群体<sup>1</sup>。这里的参与者不仅数量众多，而且在战略上也呈现出多样性。

- **比特币巨头**：Strategy (MSTR) 作为该模式的开创者，持有量遥遥领先。紧随其后的是一批大型比特币矿企，它们同时也是重要的比特币持有者，如 MARA Holdings (MARA)、Riot Platforms (RIOT) 和 CleanSpark (CLSK)。虽然它们的主业是挖矿，但其庞大的比特币储备使其具备了 DATCO 的部分特征<sup>15</sup>。
- **新晋参与者**：近年来，越来越多不同行业的公司加入了这一行列，如医疗设备公司 Semler Scientific (SMLR) 和视频游戏零售商 GameStop (GME)，它们都宣布了大规模的比特币购买计划，标志着 DATCO 战略的跨行业吸引力<sup>12</sup>。
- **以太坊及其他资产**：除了比特币，北美市场也孕育了专注于其他数字资产的 DATCOs，例如专注于以太坊的 SharpLink (SBET) 和 BitMine (BMNR)<sup>12</sup>。

加拿大市场同样活跃，拥有 Hut 8 (HUT)、HIVE Digital Technologies (HIVE) 等一批重要的上市矿企兼比特币持有公司<sup>15</sup>。

## 4.2 日本市场：“东方 MicroStrategy”的涌现

日本正迅速成为 DATCO 模式的新热点，其发展受到独特的宏观经济背景驱动。

- **Metaplanet 的崛起**：Metaplanet Inc. (3350.T) 已成为日本市场的领军者，该公司明确表示正在复制 MicroStrategy 的剧本，通过积极的融资和收购策略，迅速积累了大量比特币，赢得了“东方 MicroStrategy”的称号<sup>7</sup>。
- **广泛的企业参与**：除了 Metaplanet，其他日本上市公司也纷纷入局。游戏巨头 NEXON (3659.T) 早在多年前就已购买比特币。此外，Remixpoint、gumi、ANAP Holdings、Convano (6574.T) 和 SBC Medical Group (SBC) 等公司也相继宣布了其数字资产持有或投资计划<sup>15</sup>。

日本企业对 DATCO 模式的热情，可能与该国独特的宏观经济环境有关。长期的超低利率和日元持续贬值的压力，使得比特币作为一种非主权的价值储存手段，对寻求保护其库存储备免受本国货币贬值影响的日本企业具有特殊的吸引力。从这个角度看，Metaplanet 的战略不仅是投机，更可能是一种复杂的货币对冲行为。日本 DATCOs 的迅速崛起，可能预示着一个更广泛的企业趋势的开端，即寻求庇护于国内货币政策之外的资产，这一动机在美国等利率较高的环境中可能不那么迫切。

### 4.3 韩国市场：机构入场的初期信号

韩国的 DATCO 市场尚处于萌芽阶段，但已出现机构入场的明确信号。

- **首家机构支持的 DATCO：**Parataxis Holdings 对 KOSDAQ 上市公司 Bridge Biotherapeutics (288330.KS) 的收购，旨在创建韩国首家由机构支持的比特币财政公司，这是一个里程碑式的事件，预示着该模式可能在韩国迎来发展<sup>8</sup>。
- **散户投资者的热情：**韩国散户投资者对加密相关股票表现出浓厚兴趣，例如对美国上市的以太坊财政公司 BitMine 的追捧，显示出市场对这类投资工具的潜在需求<sup>11</sup>。
- **现有企业持有者：**一些韩国大型上市公司，如游戏公司 Wemade 和 Neowiz，以及科技巨头 Kakao 和生物科技公司 Celltrion，已在其资产负债表上持有加密资产。不过，它们的持有动机大多与业务生态系统建设相关，而非纯粹的财政储备战略<sup>23</sup>。此外，上市公司 bitmax (377030.KQ) 也是已知的比特币持有者<sup>15</sup>。

### 4.4 香港市场：上市公司的 Web3 布局

香港作为国际金融中心和日益重要的 Web3 枢纽，其上市公司也将目光投向了数字资产。

- **Web3 战略定位：**香港的 DATCOs 通常将其数字资产战略定位为公司向 Web3 转型的一部分，而不仅仅是资产配置。
- **主要参与者：**游戏公司博雅互动 (0434.HK) 是其中的积极分子，明确表示购买加密货币是其 Web3 业务发展和布局的重要举措<sup>25</sup>。图像处理公司美图 (1357.HK) 曾是早期的大规模加密货币投资者，尽管后来已清仓获利<sup>26</sup>。其他参与者还包括 HK Asia Holdings (1723.HK)、映宇宙 (03700) 和蓝港互动 (08267) 等<sup>15</sup>。

### 4.5 其他地区：欧洲及新兴市场的探索

DATCO 模式的全球化趋势也在欧洲及其他市场显现。

- **欧洲：**德国的 Bitcoin Group SE (ADE.DE)、英国的 The Smarter Web Company PLC (SWC.AQ) 和 Vaultz Capital (V3TC.AQ)、法国的 The Blockchain Group (ALTBG.PA)、瑞典的 Safello (SFL.ST) 以及挪威的 Aker ASA (AKER.OL) 都是该模式在欧洲的实践者<sup>15</sup>。
- **新兴市场：**在巴西、阿根廷、泰国等地，也有上市公司开始将比特币等数字资产纳入其资产负债表，反映了这一战略的全球吸引力<sup>15</sup>。

### 4.6 全球数字资产财政公司（DATCOs）综合名录

下表旨在提供一份全面的全球 DATCOs 名录，以展示该领域的广度和多样性。

公司名称 (Company)	股票代码 (Ticker)	交易所 (Stock)	国家 (Country)	主要财政资产 (Primary)	商业模式类型
-------------------	------------------	----------------	-----------------	------------------	--------

Name)		Exchange)		Treasury Asset(s))	(Business Model Type)
北美 (North America)					
Strategy Inc.	MSTR	NASDAQ	美国	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)
MARA Holdings, Inc.	MARA	NASDAQ	美国	Bitcoin	矿企/混合型 (Miner/Hybrid)
Riot Platforms, Inc.	RIOT	NASDAQ	美国	Bitcoin	矿企/混合型 (Miner/Hybrid)
CleanSpark, Inc.	CLSK	NASDAQ	美国	Bitcoin	矿企/混合型 (Miner/Hybrid)



Semler Scientific	SMLR	NASDAQ	美国	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)
GameStop Corp.	GME	NYSE	美国	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)
BitMine	BMNR	AMEX	美国	Ethereum	纯粹 DATCO (Pure DATCO)
SharpLink	SBET	NASDAQ	美国	Ethereum	纯粹 DATCO (Pure DATCO)
Hut 8 Mining Corp	HUT	NASDAQ	加拿大	Bitcoin	矿企/混合 型 (Miner/Hybrid)
HIVE Digital	HIVE	NASDAQ	加拿大	Bitcoin	矿企/混合 型

Technologies					(Miner/Hybrid)
<b>亚洲 (Asia)</b>					
Metaplanet Inc.	3350.T	TYO	日本	Bitcoin	纯粹 DATCO (Pure DATCO)
NEXON Co., Ltd.	3659.T	TYO	日本	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)
Remixpoint, Inc.	3825.T	TSE	日本	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)
Boyya Interactive	0434.HK	HKEX	香港	Bitcoin, Ethereum, USDT	混合型 Opco (Hybrid Opco)
Meitu Inc.	1357.HK	HKEX	香港	(已售出)	混合型 Opco

				/Sold)	(Hybrid Opco)
HK Asia Holdings	1723.HK	HKEX	香港	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)
Parataxis Korea (Bridge Bio)	288330.KS	KOSDAQ	韩国	Bitcoin (计划 /Planned)	纯粹 DATCO (Pure DATCO)
bitmax	377030.KQ	KOSDAQ	韩国	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)
<b>欧洲 (Europe)</b>					
Bitcoin Group SE	ADE.DE	XETRA	德国	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)

The Blockchain Group	ALTBG.PA	Euronext	法国	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)
The Smarter Web Company	SWC.AQ	AQSE	英国	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)
Aker ASA	AKER.OL	OSE	挪威	Bitcoin	混合型 Opco (Hybrid Opco)
Safello	SFL.ST	Nasdaq First North	瑞典	TAO	混合型 Opco (Hybrid Opco)

注：此列表并非详尽无遗，旨在展示代表性公司。商业模式类型的划分基于公开信息，"纯粹 DATCO"指公司主要价值主张已转向数字资产积累，"混合型 Opco"指公司在维持原有主营业务的同时，将数字资产作为重要的财政战略。矿企因其业务的特殊性被单独或混合标注。

第五章：案例研究

通过对几家代表性公司的深入分析，可以更具体地理解 DATCO 的商业模式和估值逻辑。

## 5.1 Strategy (MicroStrategy): 先驱者

作为 DATCO 模式的开创者，Strategy (MSTR) 的案例是理解该模式所有要素的基石。其战略核心是通过各种金融工具，最大化地获取和持有比特币。

- **资本结构**：MSTR 不仅使用股权融资（通过 ATM 计划），还创新性地大规模使用债务工具，如发行可转换优先票据和担保优先票据，来为比特币收购提供资金<sup>1</sup>。这使其成为一个高度杠杆化的比特币投资工具。
- **“塞勒溢价”**：MSTR 的股价长期以来都享有相对于其比特币 NAV 的显著溢价，即 mNAV 远高于 1.0<sup>13</sup>。这种溢价被市场称为“塞勒溢价”，部分归因于其创始人迈克尔·塞勒作为比特币布道者的强大市场影响力和叙事能力。
- **双重业务**：尽管比特币战略占据了主导地位，MSTR 仍然运营其传统的企业分析软件业务。然而，该业务的收入增长相对停滞，其在公司总估值中的贡献已变得微不足道<sup>14</sup>。投资者基本上将 MSTR 视为一个受监管的、带杠杆的比特币基金，而非一家软件公司。

## 5.2 Metaplanet Inc.: 快速追随者

Metaplanet 是“塞勒剧本”在日本的忠实执行者和快速追随者，其案例展示了该模式的可复制性。

- **快速积累**：自宣布比特币财政战略以来，Metaplanet 通过多次融资，以惊人的速度在短期内积累了大量比特币，迅速成为全球持有比特币最多的上市公司之一<sup>17</sup>。

- **融资模式：**与 MSTR 类似，Metaplanet 也主要通过股权相关工具融资，例如发行新的永久优先股，为其比特币收购战略提供资金<sup>17</sup>。
- **市场反应：**Metaplanet 的战略转型在日本资本市场引起了巨大反响，其股价经历了剧烈波动。它的案例证明，DATCO 模式在北美以外的成熟资本市场同样具有强大的吸引力<sup>19</sup>。

## 5.3 BitMine / SharpLink：以太坊战略家

BitMine (BMNR) 和 SharpLink (SBET) 代表了 DATCO 模式的演进方向，它们选择以太坊作为主要财政资产，从而引入了新的价值创造维度。

- **生息模式：**与持有比特币不同，持有以太坊使得这些公司能够通过质押（Staking）来获得额外的 ETH 奖励。这是一种非稀释性的收益来源，可以用来覆盖运营成本或再投资，从而提高了资本效率<sup>4</sup>。BitMine 已成为全球最大的 ETH 财政持有者之一<sup>11</sup>。
- **估值差异：**这种生息能力可能会影响其估值模型。分析师在评估这类公司时，除了考虑其 NAV 和 mNAV，还可能引入类似于“收益率”的指标，对其质押业务产生的现金流进行估值。这使得它们的估值模型比纯粹的比特币 DATCO 更为复杂。
- **风险变化：**引入质押和 DeFi 策略也带来了新的风险，包括技术风险（智能合约漏洞）、协议风险（质押协议的中心化或治理问题）和流动性风险（质押的 ETH 可能存在锁定期）。

## 5.4 博雅互动：混合型 Opco

香港上市的游戏公司博雅互动 (0434.HK) 提供了一个混合型运营公司（Hybrid Opco）如何整合数字资产战略的范例。

- **Web3 转型：**博雅互动并未放弃其核心的游戏业务，而是将持有大量数字资产（比特币、以

太坊和稳定币) 作为其向 Web3 领域转型和布局的重要举措<sup>25</sup>。

- **资产配置**：截至 2024 年中，其持有的数字资产已占公司总资产的极高比例（75%），显示出其战略的激进性<sup>25</sup>。
- **业绩影响**：数字资产的公允价值变动已成为影响公司净利润的关键因素。在市场上涨周期，这能带来巨额收益；反之，在下跌周期则会造成重大损失<sup>25</sup>。博雅互动的案例说明，当一家传统公司深度介入数字资产财政战略后，其财务表现将与加密市场的周期性高度绑定。

## 第六章：风险、争议与未来展望

尽管 DATCO 模式为投资者提供了新的机遇，但它也伴随着一系列独特的风险和结构性争议。

### 6.1 内在风险：溢价崩溃、市场波动与监管

DATCO 模式的脆弱性根植于其商业模式的核心。

- **溢价崩溃风险**：如前文所述，股权相对 NAV 的溢价是 DATCO 增长飞轮的燃料。一旦市场情绪逆转，加密资产价格下跌，这种溢价可能迅速消失。这将导致 ATM 等融资工具失效，公司无法再进行增值性收购，从而陷入负面螺旋<sup>1</sup>。
- **市场波动风险**：DATCO 的资产负债表和股价完全暴露在加密市场固有的高波动性之下。在熊市中，公司不仅面临资产价值的大幅缩水，还可能因使用杠杆而面临偿债压力。
- **监管风险**：全球对加密资产的监管环境仍在不断演变。任何不利的监管变化，例如对公司持有数字资产的限制、更严格的会计准则或税收政策，都可能从根本上改变 DATCO 的运营环境和投资吸引力<sup>1</sup>。



## 6.2 结构性争议：“自我交易”与“退出流动性”

DATCO 模式，尤其是在应用于较小市值的另类币（altcoin）生态系统时，引发了关于“自我交易”（self-dealing）和“制造退出流动性”（manufacturing exit liquidity）的严重争议<sup>6</sup>。

这种争议的逻辑链条如下：首先，某个加密项目（项目 X）的创始人或早期风险投资者（VCs）持有大量非流动的代币 X。其次，他们可能参与或资助成立一家公开上市的 DATCO。然后，这家 DATCO 通过公开市场向普通投资者募集资金。接着，DATCO 用这些公众资金在公开市场上购买代币 X，从而推高其价格并创造交易量。最后，创始人或 VCs 便可以利用这个人造的流动性和更高的价格，出售他们个人持有的代币，实现退出。

批评者认为，这种结构无异于“披着资本部署外衣的自我交易”。<sup>6</sup> 它并非真正意义上的资产管理，而是在为内部人士制造套现离场的机会。虽然像 MicroStrategy 投资比特币这样的案例相对清晰，因为比特币高度去中心化，不存在明显的“内部人”。但当 DATCO 模式被应用于那些代币分配更集中、治理结构更中心化的项目中时，这种利益冲突的风险就变得非常突出。美国证券交易委员会（SEC）等监管机构可能会将此类行为视为市场操纵或为内部人提供优惠退出渠道的计划，从而对采取此类战略的公司构成重大的法律和声誉风险。

## 6.3 未来展望：DATCO 模式的可持续性与演变

DATCO 模式的未来可持续性，取决于其能否在不同的市场周期中生存和演变。其长期 viability 依赖于三个核心条件能否持续：资产价格的长期上涨趋势、市场愿意给予的估值溢价，以及开放且接纳的资本市场<sup>1</sup>。

未来的演变可能体现在以下几个方面：

- **策略多样化**：从单一持有比特币，向持有以太坊等生息资产，甚至一篮子多样化的数字资产组合演变，以降低单一资产风险并增加收入来源<sup>4</sup>。
- **全球化扩展**：随着日本、韩国等市场的加入，DATCO 模式的全球化将继续深化，不同地区的监管和市场环境将塑造出各具特色的 DATCOs<sup>1</sup>。
- **与主营业务的深度融合**：混合型 Opco 可能会探索如何将数字资产财政与其核心业务更深度地结合，例如利用区块链技术改进其产品或服务，而不仅仅是作为一项被动的资产配置。

最终的考验将是 DATCO 模式在经历一个完整的、可能长达数年的熊市周期后的表现。那些能够有效管理杠杆、维持投资者信心并在逆境中生存下来的公司，将证明该模式的长期韧性。

## 第七章：会计与税务处理

对于机构投资者而言，理解 DATCOs 的会计和税务处理方式至关重要，因为它直接影响公司的财务报告和投资者的实际回报。

### 7.1 会计处理：US GAAP vs. IFRS 的差异

不同司法管辖区的会计准则对数字资产的处理存在显著差异，这主要体现在美国通用会计准则（US GAAP）和国际财务报告准则（IFRS）之间。

- **US GAAP**：在美国，数字资产被视为财产而非货币<sup>29</sup>。根据最新的会计准则更新（ASU 2023-08，即 ASC 350-60），持有加密资产的公司被要求采用**公允价值计量（Fair Value Measurement）**。这意味着公司需要在每个报告期末，将其持

有的加密资产按市场价格进行调整，并将价值变动计入当期损益<sup>30</sup>。这一变化将于 2025 年生效，它使得公司的账面价值和利润能更真实地反映其加密资产的经济价值。

- **IFRS**：在许多其他国家和地区（包括欧洲和香港），公司通常遵循 IFRS。IFRS 没有专门针对加密资产的准则。根据国际会计准则委员会（IASB）的解释，加密货币通常被归类为**无形资产（Intangible Assets）**，并采用**成本模型（Cost Model）**进行后续计量。在该模型下，资产以其历史成本减去累计减值损失入账。这意味着，如果资产价格上涨，其账面价值不能向上重估；但如果价格下跌，则必须计提减值损失<sup>31</sup>。

这两种会计准则的差异造成了美国和非美国 DATCOs 财务报告的巨大鸿沟。一家遵循 US GAAP 的美国 DATCO，其报告的资产和利润会随着加密资产价格的波动而上下起伏。而一家遵循 IFRS 的欧洲或香港 DATCO，其账面价值只能反映下跌，无法反映上涨。在牛市中，其资产负债表可能会严重低估其资产的真实价值，导致市净率（P/B）等估值指标被人为推高，从而扭曲了跨区域公司的可比性。不理解这一根本差异的投资者，在进行全球 DATCOs 的财务分析和估值比较时，可能会被误导。

## 7.2 税务处理与全球合规趋势

全球范围内，对数字资产的税务处理正变得日益严格和清晰。

- **美国**：美国国税局（IRS）将数字资产视为财产，任何涉及数字资产的交易（如出售、交换或使用）都可能产生应税的资本利得或损失<sup>29</sup>。公司和个人投资者都需要在其纳税申报表上明确报告相关活动。
- **全球趋势**：为了打击利用加密资产进行的税务欺诈和逃税行为，全球范围内的税务合作正在加强。经济合作与发展组织（OECD）推出的**加密资产报告框架（Crypto-Asset Reporting Framework, CARF）**，旨在建立一个全球性的税务信息自动交换标准。该框架要求加密资产服务提供商（如交易所、经纪商）收集并向税务机关报告其用户的交易信息<sup>33</sup>。随着 CARF 在全球范围内的实施，企业和个人通过加密资产进行税务规避的空间将大大缩小。

## 附录：比特币矿业公司估值简介

为了更全面地理解加密生态系统中的上市公司，有必要将 DATCO 的估值框架与比特币矿业公司的估值框架进行区分。尽管许多矿企也持有大量比特币，但它们的商业模式和价值驱动因素与纯粹的 DATCO 截然不同。

- **核心业务：**矿企的核心业务是通过投入算力（计算能力）来验证交易并创建新的区块，从而获得比特币作为奖励。这是一个能源密集型的工业过程。
- **关键运营指标：**
  - **算力（Hash Rate）：**衡量矿企计算能力的总和，通常以艾哈希/秒（EH/s）为单位。更高的算力意味着在全网竞争中获得区块奖励的概率更大<sup>9</sup>。
  - **挖矿难度（Mining Difficulty）：**比特币网络的一个动态调整参数，确保大约每 10 分钟产生一个新区块。难度越高，意味着需要更多的算力才能挖出同等数量的比特币，竞争越激烈<sup>9</sup>。
  - **电力成本：**这是矿企最大的运营支出。能否获得长期、稳定且廉价的电力，是决定一个矿企盈利能力和生存能力的最关键因素<sup>10</sup>。
  - **矿机效率：**指矿机（通常是 ASIC）将电力转化为算力的效率，通常以焦耳/太哈希（J/TH）来衡量。更先进的矿机效率更高，能以更低的能耗产生更多的算力<sup>36</sup>。

- **估值框架：**

与 DATCO 主要基于资产净值和市场溢价进行估值不同，矿业公司的估值更接近于传统的工业或能源企业，核心在于其产生现金流的能力。分析师通常会关注以下指标：

- **挖矿成本：**即生产一枚比特币所需的所有成本，主要是电力成本。
- **哈希价格（Hashprice）：**表示单位算力（如 1 TH/s）在一天内能产生的美元收入。这个指标综合了比特币价格、网络难度和交易费用，是衡量挖矿盈利能力的核心指标<sup>37</sup>。
- **企业价值/算力（EV/Hashrate）：**类似于传统行业的估值倍数，用于比较不同矿企的估

值水平。

综上所述，投资 DATCO（如 MSTR）更像是在投资一个带杠杆的、主动管理的资产持有工具，其价值核心是资产本身和管理层的资本运作能力。而投资矿企（如 MARA、RIOT）则是在投资一个能源转换企业，其价值核心是运营效率，即以多低的成本将电力转化为比特币。尽管两者都与比特币价格高度相关，但它们的风险暴露和价值驱动因素存在根本性的差异。

## Works cited

1. The Rise of Digital Asset Treasury Companies (DATCOs) | Galaxy, accessed on August 18, 2025, <https://www.galaxy.com/insights/research/digital-asset-treasury-companies>
2. Crypto Treasury Companies: Is It A Bubble? | Presto Research, accessed on August 18, 2025, <https://www.prestolabs.io/research/crypto-treasury-companies-is-it-a-bubble>
3. These Companies Own the Most Bitcoins — Are They an Investor's Goldmine or a Risky Gamble? – Investopedia, accessed on August 18, 2025, <https://www.investopedia.com/these-companies-own-the-most-bitcoins-are-they-an-investor-s-goldmine-or-a-risky-gamble-11786832>
4. The \$100 Billion Bitcoin Bet: How Treasury Companies Are Fueling The Crypto Run, accessed on August 18, 2025, <https://www.webull.com/news/13260524150760448>
5. A New Frontier For Crypto Exposure – Pantera Capital, accessed on August 18, 2025, <https://panteracapital.com/blockchain-letter/a-new-frontier-for-crypto-exposure/>
6. 'Self-dealing, dressed up as capital deployment': Crypto treasury craze divides the industry, accessed on August 18, 2025, <https://www.theblock.co/post/366625/self-dealing-dressed-up-as-capital-deployment-crypto-treasury-craze-divides-the-industry>
7. Trump-linked American Bitcoin seeks Asia acquisitions to boost BTC

holdings: Report, accessed on August 18, 2025,

<https://www.tradingview.com/news/cointelegraph:db82c6430094b:0-trump-linked-american-bitcoin-seeks-asia-acquisitions-to-boost-btc-holdings-report/>

8. Parataxis Holdings to Create South Korea's First Bitcoin Treasury ..., accessed on August 18, 2025, <https://www.nasdaq.com/articles/parataxis-holdings-create-south-koreas-first-bitcoin-treasury-company>
9. Understanding Mining Difficulty and Hash Rate | GraniteShares, accessed on August 18, 2025, <https://graniteshares.com/institutional/us/en-us/research/understanding-mining-difficulty-and-hash-rate/>
10. Factors to Consider When Valuing a Bitcoin Mining Business, accessed on August 18, 2025, <https://www.businessvaluations.net/blog/factors-to-consider-when-valuing-a-bitcoin-mining-business>
11. South Korean Investors Shift To Crypto-Related Stocks Amid Stablecoin Push – Report, accessed on August 18, 2025, <https://www.mitrade.com/insights/news/live-news/article-3-1031453-20250812>
12. 9 Companies Embracing Crypto Treasuries – Webopedia, accessed on August 18, 2025, <https://www.webopedia.com/crypto/learn/crypto-treasuries/>
13. Strategy: MSTR Metrics, accessed on August 18, 2025, <https://www.strategy.com/>
14. MSTR Intrinsic Valuation and Fundamental Analysis – Microstrategy Inc – Alpha Spread, accessed on August 18, 2025, <https://www.alphaspread.com/security/nasdaq/mstr/summary>
15. BitcoinTreasuries.NET – Top Bitcoin Treasury Companies, accessed on August 18, 2025, <https://bitcointreasuries.net/>
16. Bitcoin Treasuries | 91 Companies Holding (Public/Priv), accessed on August 18, 2025, <https://treasuries.bitbo.io/>

17. Metaplanet buys another 518 BTC for \$61 million, taking total holdings to 18113 bitcoin, accessed on August 18, 2025, <https://www.theblock.co/post/366494/metaplanet-buys-another-518-btc>
18. MARA Stock Price Today for Maraton Digital Holding – NASDAQ – Morningstar, accessed on August 18, 2025, <https://www.morningstar.com/stocks/xnas/mara/quote>
19. Metaplanet buys additional 775 BTC for \$93 million, lifting total holdings to 18888 bitcoin, accessed on August 18, 2025, <https://www.theblock.co/post/367193/metaplanet-buys-another-775-btc>
20. メタプラが約 137 億円でビットコイン追加購入 – あたらしい経済, accessed on August 18, 2025, <https://www.neweconomy.jp/posts/488719>
21. Japanese firms increase Bitcoin holdings | Digital Watch Observatory, accessed on August 18, 2025, <https://dig.watch/updates/japanese-firms-increase-bitcoin-holdings>
22. BTC 購入拡大も株価反応は鈍化? 進む新株予約権発行、経営刷新 ..., accessed on August 18, 2025, <https://www.coindeskjapan.com/306127/>
23. 셀트리온도 비트코인 갖고 있다...국내 상장사 최소 450 개 보유 | 한국 ..., accessed on August 18, 2025, <https://www.hankyung.com/article/2025032325671>
24. 韓 비트코인 제일 많이 보유한 업체 어디? ... 230 개 국내 상장사 중 최대, accessed on August 18, 2025, <https://www.metroseoul.co.kr/article/20250602500062>
25. 赚翻了! 这家上市公司, 囤了 2641 枚比特币! – 证券时报, accessed on August 18, 2025, <https://www.stcn.com/article/detail/1410392.html>
26. 这家上市公司, 清仓比特币、以太币! 获利近 6 亿元, 80%用来派息! – 证券时报, accessed on August 18, 2025, <https://www.stcn.com/article/detail/1439777.html>
27. Government Entities with Bitcoin Holdings – BitcoinTreasuries.NET, accessed on August 18, 2025, <https://bitcointreasuries.net/governments>



28. 10-K – SEC.gov, accessed on August 18, 2025,  
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1050446/000095017024015847/mstr-20231231.htm>
29. Digital assets | Internal Revenue Service, accessed on August 18, 2025,  
<https://www.irs.gov/filing/digital-assets>
30. Accounting and reporting for crypto intangible assets – KPMG International, accessed on August 18, 2025, <https://kpmg.com/us/en/frv/reference-library/2024/accounting-and-reporting-for-crypto-intangible-assets.html>
31. Digital assets under IFRS® Accounting Standards vs US GAAP: the basics, accessed on August 18, 2025,  
<https://kpmg.com/us/en/articles/2024/digital-assets-under-ifrs-accounting-standards.html>
32. Taxation of Digital Assets | Deloitte US, accessed on August 18, 2025,  
<https://www.deloitte.com/us/en/services/tax/articles/taxation-of-digital-assets.html>
33. PwC Global Crypto Tax Report, accessed on August 18, 2025,  
<https://www.pwc.com/gx/en/financial-services/pdf/2024-annual-global-crypto-tax-report.pdf>
34. Hash Rate: What It Is, How It Works, and How to Measure – Investopedia, accessed on August 18, 2025, <https://www.investopedia.com/hash-rate-6746261>
35. How Does Bitcoin Mining Work? A Beginner's Guide – Investopedia, accessed on August 18, 2025, <https://www.investopedia.com/tech/how-does-bitcoin-mining-work/>
36. Tracking electricity consumption from U.S. cryptocurrency mining operations – U.S. Energy Information Administration (EIA), accessed on August 18, 2025,  
<https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=61364>
37. Bitcoin Mining Network Stats – En – Braiins Academy, accessed on August 18, 2025, <https://academy.braiins.com/en/mining-insights/bitcoin-mining->

[stats/](#)