

02 基本面深度尽调

主题：团队背景、技术架构、产品数据与竞争格局

一、导引

1. 为什么投资研究不能只看“币价”，而要做全面的基本面尽调？
2. 团队背景是否会决定一个项目的生命周期？匿名团队和公开团队有什么差别？
3. 技术架构的选择，如何影响协议的安全性与可扩展性？
4. 产品数据（TVL、用户量、收入）如何帮助我们区分“真实增长”和“补贴虚胖”？
5. 竞争格局分析为什么是判断项目未来成长空间的关键一步？

二、核心知识点讲解

1. 基本面尽调的意义

- **避免只看价格：**价格往往是市场情绪与短期供需的反映，研究要落在团队、技术和数据。
- **识别长期价值：**基本面良好的协议能穿越牛熊周期。
- **提前发现风险：**安全、治理、市场环境都可能影响项目生死。

2. 团队背景 (Who)

- 核心成员履历：是否有传统金融/加密经验？
- 团队稳定性：核心成员是否长期活跃？
- 透明度：是否敢于公开身份？

👉 示例：

- **Aave**：创始人 Stani 长期活跃，欧洲 DeFi 代表人物。
- **Compound**：硅谷风格团队，被 Coinbase 收购，偏合规。
- **Maple**：TradFi 信贷背景，切合“链上机构借贷”。
- **Euler**：年轻团队，技术先进但风控经验不足。

- **Venus**: Binance 生态资源倾斜，团队偏运营导向。
 - **Morpho**: 法国学术背景，专注效率优化。
 - **ListaLending**: BNB Chain 区域化团队，透明度有限。
-

3. 技术架构 (How)

- **模式差异**: 超额抵押 (Aave、Compound、Venus) vs 信用借贷 (Maple) 。
- **利率机制**: 算法利率 (Compound、Aave) 、效率优化 (Morpho) 。
- **创新功能**:
 - Aave → 闪电贷；
 - Morpho → 在 Aave/Compound 上叠加优化层；
 - Maple → 无抵押机构贷款；
 - Lista → 结合借贷与稳定币生态。
- **安全性思路**:
 - 查看是否有多家审计机构 (如 OpenZeppelin、Trail of Bits、CertiK) 。
 - 审计报告是否公开透明 (可在官网/Docs/GitHub 找到 PDF) 。
 - 是否上线漏洞赏金平台 (如 Immunefi: <https://immunefi.com/>) 。
 - 是否设有安全委员会/应急暂停功能 (Pause Guardian) 。
 - 过往是否出过事故？例如 Euler 就因合约逻辑漏洞被黑客利用，损失超 1 亿美元，说明 “先进 ≠ 安全” 。

👉 学员 takeaway：判断安全性不是听项目说“我们有审计”，而是要自己去查 **审计机构、报告公开程度、漏洞赏金、历史风控记录**。

4. 产品数据 (What)

核心指标 (⚠ 以下为教学示例数据，非真实，仅用于说明比较方法)

项目	TVL (亿美元)	日均借贷量 (亿美元)	协议收入 (万美元/天)	月活跃用户数
Aave	55	8.5	65	120k
Compound	25	4.2	30	45k
Maple	5	1.1	12	3k
Euler	1.2 (事件前)	0.3	3	1k
Venus	9	2.4	18	30k
Morpho	3.5	0.7	6	5k
ListaLending	1.8	0.4	2	2k

👉 如何解读：

- **龙头项目** (Aave、Compound)：数据稳健，基数大。
- **差异化项目** (Maple、Morpho)：TVL 小，但机制新颖，增长潜力大。
- **区域型项目** (Venus、Lista)：BNB Chain 用户群广，但资金体量较低。
- **失败案例** (Euler)：提醒我们数据不能掩盖安全缺陷。

5. 竞争格局 (Where & Why)

- **Aave**: 全球借贷龙头，生态最广，已成为“行业标准接口”。壁垒在于规模与开发者生态，但增速有限。
- **Compound**: 早期龙头，定位稳健与合规，获机构认可。但被 Aave 超越，创新速度不足。
- **Maple**: 差异化路径（机构信用借贷），市场空间小众，成长受限但护城河独特。
- **Euler**: 失败案例，证明安全性是生死线。
- **Venus**: BNB Chain 借贷龙头，依托 Binance，获取散户流量。BNB 用户以小额、频繁操作为主，Venus 通过低门槛满足了需求。但 BSC 假币与安全问题多，用户资产质量不高。
- **Morpho**: 创新协议，站在 Aave/Compound 肩膀上提升效率。增长潜力大，但独立性不足，未来可能受制于上游生态。
- **ListaLending**: 区域新兴协议，结合借贷与稳定币生态，适合服务本地用户。难以与 Aave 等全球龙头竞争，但在特定场景有补充价值。

三、实操案例

案例1：借贷赛道深度尽调（Aave、Compound、Maple、Euler、Venus、Morpho、ListaLending）

1. 数据指标

- DeFiLlama (TVL/借贷量) : <https://defillama.com/>
- TokenTerminal (收入/利润) : <https://tokenterminal.com/>
- Coingecko (代币市值/流通量) : <https://www.coingecko.com/>

2. 融资与机构

- RootData (融资记录) : <https://www.rootdata.com/>
- Messari (研报) : <https://messari.io/>

3. 团队与技术

- Aave: <https://docs.aave.com/>
- Compound: <https://compound.finance/docs>
- Maple: <https://docs.maple.finance/>
- Euler (存档) : <https://docs.euler.finance/>
- Venus: <https://docs.venus.io/>
- Morpho: <https://docs.morpho.xyz/>
- ListaLending: <https://docs.lista.org/>

4. 安全性验证

- OpenZeppelin 审计报告库: <https://blog.openzeppelin.com/security-audits/>
- CertiK Skynet 浏览器: <https://skynet.certik.com/>
- 漏洞赏金平台 Immunefi: <https://immunefi.com/>
- Rekt 安全事件归档: <https://rekt.news/>

在当前借贷赛道中，整体格局呈现出“龙头稳固、创新涌现、风险并存”的特征。Aave 长期维持高位 TVL 与稳定收入，占据主导地位并形成规模与治理优势；Compound 在产品迭代与市场份额上逐渐边缘化，整体表现趋于稳健但缺乏增量；Maple 通过机构信贷与 RWA 对接形成差异化定位，但受限于借款人集中度与市场空间，成长性有限；Euler 在经历重大安全事件后尽管进行了架构升级与信任重建，但风险溢价依旧明显；Venus 借助 BNB Chain 散户生态实现较大体量，但坏账与假币问题削弱了长期稳定性；Morpho 以产品机制创新与利率结构优化展现出快速增长潜力，尚处于市场验证阶段；

ListaLending 作为区域化补充协议，体量与影响力有限，定位偏向边缘化。整体来看，借贷赛道继续作为 DeFi 基础设施核心，但不同协议在安全、治理、市场规模与创新能力上的差异，决定了未来分化路径与价值捕获的持续性。

最终结论

- Aave：龙头型，长期跟踪价值高。
 - Compound：稳健型，但边缘化趋势明显。
 - Maple：小众差异化，独特但受限。
 - Euler：失败提醒我们安全是头等大事。
 - Venus：BNB Chain 散户入口，但需警惕假币与安全。
 - Morpho：新兴创新，值得观察。
 - ListaLending：区域化补充，潜力有限。
-

案例2：稳定币借贷协议对比（MakerDAO、Liquity、JustLend）

- 思路：这三个项目都涉及“稳定币抵押借贷”，但模式与定位差异较大。
- **MakerDAO：**
 - 创始于 2017，老牌项目。
 - 以 ETH/USDC 等资产抵押，发行 DAI。
 - 优势：历史最长、最稳健，治理结构相对完善。
 - 挑战：创新慢，依赖 TradFi 资产（如国债）。
- **Liquity：**
 - 主打“无治理、永续运行”，抵押 ETH 发行 LUSD。
 - 优势：超低利率，机制设计去中心化极致。
 - 挑战：过于单一，抵押资产有限，扩展性差。
- **JustLend (TRON 生态)：**
 - Justin Sun 生态一部分，服务 TRON 用户群。
 - 优势：生态内强绑定，适合区域用户。
 - 挑战：依赖 TRON，缺乏跨链用户基础。

稳定币抵押借贷领域中，格局呈现出“老牌稳健、极致去中心化、区域绑定”三种路径。MakerDAO 依托 ETH 与 USDC 等主流资产抵押发行 DAI，作为 2017 年创立的老牌协议，在治理结构与风险控制上保持稳健，虽在长期运行中建立了高度信任，但在创新节奏上趋缓，并逐步增加对国债等 TradFi 资产的依赖。Liquity 则以“无治理、永续运行”的理念推出 LUSD，以 ETH 单一抵押实现极低利率与高度去中心化设计，在机制上极具实验性，但资产单一、扩展性不足的局限使其在广泛应用上受限。JustLend 植根于 TRON 生态，为区域用户群提供稳定币借贷服务，凭借生态内的强绑定关系占据一席之地，但过度依赖 TRON 主链与缺乏跨链用户基础，使其长期潜力相对有限。整体来看，稳定币借贷协议在路径选择上呈现差异化格局，MakerDAO 体现稳健龙头价值，Liquity 展示极致去中心化实验特征，JustLend 则代表区域化生态绑定模式。

👉 简单结论：

- MakerDAO：稳健龙头，适合长期观察。
- Liquity：极致去中心化实验，适合技术研究。
- JustLend：区域化生态协议，更多依托 TRON 用户。

四、总结

1. 导引问题

1. 为什么投资研究不能只看“币价”，而要做全面的基本面尽调？

- 因为价格只是短期供需和情绪的反映，不能代表项目长期价值。只有通过团队、技术、数据和竞争格局的全面尽调，才能判断项目能否穿越牛熊，避免被短期噪音误导。

2. 团队背景是否会决定一个项目的生命周期？匿名团队和公开团队有什么差别？

- 团队是项目的根基。公开团队更容易建立信任和合规合作，但匿名团队并不等于不可信，需要额外关注其履历和社区治理情况。团队是否稳定、是否持续参与，是判断项目寿命的重要指标。

3. 技术架构的选择，如何影响协议的安全性与可扩展性？

- 技术路线直接决定安全性和可扩展性。例如 Aave 的闪电贷推动了创新，但 Euler 的隔离市场虽然先进，却因合约漏洞导致失败。判断一个项目的安全性要看：是否有多家权威审计、审计报告是否公开、是否有漏洞赏金和应急机制，以及历史风控表现。

4. 产品数据（TVL、用户量、收入）如何帮助我们区分“真实增长”和“补贴虚胖”？

- 数据是验证叙事的工具。稳定的 TVL、持续的协议收入、活跃的用户增长，才说明项目有真实需求。如果数据高度依赖补贴（如“挖矿奖励”），增长往往不可持续。比较不同项目的 TVL、日均借贷量、收入等指标，可以揭示哪些是真正的头部项目。

5. 竞争格局分析为什么是判断项目未来成长空间的关键一步？

- 竞争格局决定项目的“天花板”。龙头项目（如 Aave）壁垒强，但增速有限；创新型项目（如 Morpho）潜力大，但风险高；区域化项目（如 Venus、Lista）依赖特定生态，全球化竞争力不足。通过分析生态绑定、差异化优势、潜在威胁，可以判断项目是长期核心、补充观察，还是高风险实验。
-

2. 核心知识点总结

1. **基本面尽调四要点**：团队背景、技术架构、产品数据、竞争格局。
 2. **安全性判定思路**：看审计机构、报告透明度、漏洞赏金、应急机制、历史记录。
 3. **数据驱动分析**：通过 TVL、借贷量、收入、用户数进行横向对比。
 4. **案例延展**：借贷协议（Aave 等 7 个项目 → 深度尽调）+ 稳定币协议（MakerDAO、Liquity、JustLend → 快速对比）。
 5. **学员收获**：不仅学会“怎么分析”，还学会“去哪里找资料”，并能在不同赛道迁移框架。
-

要不要我把这两个案例的分析做成“**研究报告模板**”（分成背景、团队、技术、数据、竞争、风险、结论），方便学员直接套用写笔记？