



前沿科技 2026 年度策略

买入（首次评级）

行业年度报告

证券研究报告

前沿科技组

分析师：王倩雯（执业 S1130525070010） 分析师：陈矣骄（执业 S1130525100001）

wang_qianwen@gjzq.com.cn

chenyijiao@gjzq.com.cn

矿场转型 AI 数据中心，资产上链方兴未艾

投资逻辑

全球头部加密机构对 2026 年的行情展望出现分歧，主要讨论点在于比特币的 4 年行情周期是否依然存在，以及美国降息节奏的不确定性。展望股票市场，2026 年随着纳斯达克等主要交易所进行链上股票、债券、多元事件等交易，全球资产上链预计将成为新趋势，相关交易平台预计受益。此外，部分加密矿场公司退出区块链市场，转型 AI 数据中心，拥抱全球 AI 电力浪潮，坚定转型的公司预计受益。

比特币价格走势是全球流动性与风险偏好的表征，全球放水不确定性致使币价波动难以预测。截至 2025 年 12 月 21 日，2025 年加密货币总市值下滑 8.6%，比特币价格下滑 6.1%，是历史上唯一打破三年连涨的年份，也引发了市场对于 2026 年是否也会打破 4 年周期律的讨论。比特币价格走势与全球 M2 增速正相关，本轮全球 M2 增速相较前几轮周期减弱，2026 年行业表现主要取决于全球主要经济体放水的节奏和体量；此外，加密行情也与美国边际利率变化的二阶导相关，关注 2026 年美联储降息节奏。与全球其他风险资产的关系方面，2023 年以来比特币价格的走势与纳斯达克指数及黄金的走势大致趋近；2024 年以来与恒生科技指数的走势也开始趋近。当前 USDe 脱锚引发的去杠杆仍在持续，我们认为 2026 年加密市场走势重点关注美联储降息节奏。

行业趋势中，我们看好加密矿场向数据中心转型。2025 年第三季度，美股上市公司含折旧的挖矿成本已经升至 11.2 万美元，高于当前比特币价。加密矿场公司在主要的大都市附近拥有已经通电、且通信带宽较高的算力基础设施，且电费普遍在 3~5 美分之间，天然适合从事 AI 云服务业务。随着 AI 算力需求的增长，加密矿场向 AI 数据中心转型是必然选择。我们统计了 14 家主要的美股上市矿场公司，预计到 2027 年电力容量将达到 15.6GW，转型的商业模式主要是云计算租赁和 IDC 电力租赁。

2026 年，美国资产上链及预测市场发展可能会成为新一轮加密行情的重要叙事。2026 年下半年开始，美国信托和清算公司将在预先批准的区块链上托管和记录代币化证券；我们预计最快在 2026 年第三季度，有望看到代币化股票在纳斯达克交易所与传统股票并行交易。2025 年预测市场交易额增长迅速：根据加密公司 Dune 和 Keyrock 发布的最新报告，Polymarket 和 Kalshi 等平台上的月度押注金额从 2024 年初的不足 1 亿美元增长至 2025 年 11 月的超过 130 亿美元。随着 2025 年 11 月美国批准在线预测市场为本国民众提供服务，各大主流加密交易平台纷纷开始推出预测市场服务，主流媒体平台也与预测市场开展合作。我们预计 2026 年预测市场将为各个交易平台带来可观增长。

此外，全球加密立法与合规也在有序推进。中国香港在税收、牌照、代币化存款及支付等领域有序推进加密行业发展。日本、俄罗斯、英国、越南等国家也于 2025 年推进加密资产相关立法与监管。

投资建议

加密行业建议关注自有电力容量多、资产负债率低、且每瓦电力容量对应市值低的公司，以及与谷歌、英伟达、亚马逊等大厂有合作的加密矿场。资产上链建议关注头部加密交易所以及预测市场合作的相关方。此外，我们建议关注本轮加密行业的周期性投资机会，优先配置囤币龙头公司。

风险提示

全球宏观及流动性风险，全球 Web3 监管政策变化，网络安全风险，金融衍生品风险，Web3 机构法律合规风险。



内容目录

1. 观望美联储降息节奏，谨慎展望 2026 年加密行情	3
2. 美国加密矿场积极转型 AI 数据中心，关注签单及融资进展	6
3. 美国快速推进资产与预测合约上链，中国香港有序推进加密发展	8
4. 投资建议	9
5. 风险提示	9

图表目录

图表 1: 头部加密机构 2026 年行情展望	3
图表 2: 2025 年加密货币总市值及比特币价格表现	3
图表 3: 比特币价格历年表现	3
图表 4: 比特币价与中美日欧央行 M2 增速呈正相关	4
图表 5: Fed Watch 预期 2026 年 4 月和 7 月各降息 25bp	4
图表 6: 近年加密货币周期与美联储加息/降息倾向相关	4
图表 7: 2019 年以来，加密行情与美国边际利率变化相关	4
图表 8: 2023 年以来，比特币和黄金价格趋势大致趋同，但 2025 年 10 月后比特币跑输黄金	5
图表 9: 2023 年以来，比特币价格与纳斯达克指数走势较为趋近	5
图表 10: 2024 年以来，比特币价格与恒生科技指数走势开始趋近	5
图表 11: 目前比特币价格高于短期投资人持仓成本，暂未达到链上持仓平均成本	5
图表 12: SOL、DOGE、TON 的币价均已跌破链上平均持仓成本	5
图表 13: 部分加密挖矿公司挖矿成本	6
图表 14: 部分美国上市矿场公司电力规划统计	6
图表 15: 部分美国上市公司电力规划统计	7
图表 16: 部分美国上市公司企业价值/电力估值对比	7
图表 17: 纳斯达克交易所传统交易与链上交易对比	8
图表 18: 中国香港有序推进加密行业发展	9
图表 19: 全球加密立法与合规也在有序推进	9



全球头部加密机构对 2026 年的行情展望出现分歧，主要来源于比特币的 4 年行情周期是否依然存在，以及美国降息节奏的不确定性。

展望股票市场，2026 年随着纳斯达克等主要交易所进行链上股票、债券、多元事件等交易，全球资产上链预计将成为新趋势，相关交易平台预计受益。此外，部分加密矿场公司退出区块链市场，转型 AI 数据中心，拥抱全球 AI 电力浪潮，坚定转型的公司预计受益。

图表1：头部加密机构 2026 年行情展望

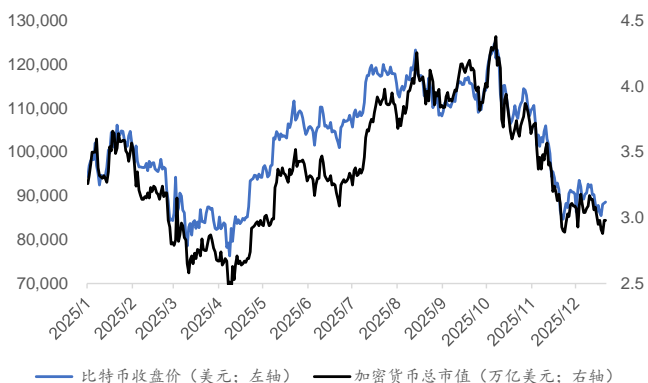
机构	看涨/看跌	具体观点
Galaxy	难以预测	· 预计 2027 年底 BTC 价格将达到 25 万美元。认为 2026 年较难给出预测，期权市场对 2026 年 6 月末 BTC 价格达到 7 万美元和 13 万美元，对 2026 年末 BTC 价格达到 5 万美元和 25 万美元，给出了相同概率的预测。 · 除非 BTC 价格稳定居于 10~10.5 万美元之上，不然认为近期存在下行风险。
VanEck	难以预测	· 放弃对 2026 年的行情预测。
Grayscale	看涨	· 2026 年上半年 BTC 价格达到历史新高，4 年周期被打破。
Bitwise	看涨	· 2026 年 BTC 将达到历史新高，4 年周期被打破。
Bitcoin Suisse	看涨	· 2026 年 BTC 将达到 18 万美元，ETH 将接近 8,000 美元。
Coinbase	谨慎乐观	· 对 2026 年上半年加密市场表现呈谨慎乐观态度，开始提示风险。
Forbes	波动	· 2026 年 BTC 低轨区间约 8 万美元，高轨区间约 15~17.5 万美元。
Fidelity	看跌	· 认为本轮 BTC 已经达到周期高点 12.5 万美元，2026 年预计在 6.5 万~7.5 万美元之间找到支撑位。

来源：Galaxy, Grayscale, Kucoin, Cryptonews, Bitwise, Bitcoin Suisse, Coinbase, Forbes, 国金证券研究所

1. 观望美联储降息节奏，谨慎展望 2026 年加密行情

回顾全年行情，截至 2025 年 12 月 21 日，2025 年加密货币总市值下滑 8.6%，比特币价格下滑 6.1%，是历史上唯一打破三年连涨的年份，也引发了市场对于 2026 年是否也会打破 4 年周期律的讨论。

图表2：2025 年加密货币总市值及比特币价格表现



来源：CoinMarketCap, 国金证券研究所

图表3：比特币价格历年表现

年份	涨幅	年份	涨幅
2011	1474%	2019	92%
2012	186%	2020	303%
2013	5480%	2021	60%
2014	-58%	2022	-64%
2015	34%	2023	155%
2016	124%	2024	121%
2017	1369%	2025	-5%
2018	-74%		

来源：CoinMarketCap, 国金证券研究所
说明：2025 年度涨幅为截至 2025 年 12 月 21 日的涨幅。

比特币价格走势是全球流动性与风险偏好的表征，与全球 M2 增速正相关。我们用中国、美国、日本和欧元区 M2 之和的增速来表示全球 M2 增速，可以看到本轮全球 M2 增速相较之前几轮加密周期的 M2 增速并不算快。因此我们认为本轮 BTC 价格最高涨幅仅 7.1 倍（2018~2021 年最高涨幅 20.6 倍，2014~2017 年最高涨幅 116.1 倍）除了与加密规模增长有关，也与本轮全球 M2 增速减弱相关。

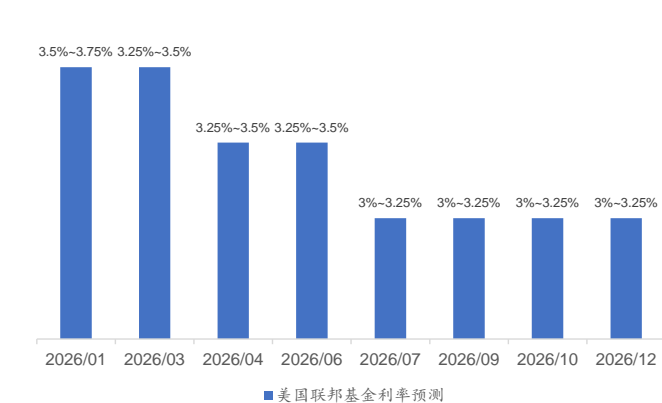
展望 2026 年全球主要经济体放水节奏和体量：1) 日本：芝商所和华尔街日报预计日本央行减少国债购买规模，2026 和 2027 年依然处于加息通道。新华社报道日本央行将择



机出售持有的金融资产，缩减宽松规模，目前计划每年出售 3,300 亿日元的 ETF 及 50 亿日元的 REIT；2) 欧元区：欧洲央行于 2025 年 10 月宣布暂停降息，将存款机制利率维持在 2%。市场预期 2026 年欧洲央行不会进一步降息，甚至有加息的可能；3) 中国：外资大行普遍预期 2026 年中国央行有降息概率，但降息幅度有限；4) 美国：Fed Watch 预期美联储将于 2026 年 4 月和 7 月各降息 25bp。

图表4：比特币价与中美日欧央行M2增速呈正相关

图表5：Fed Watch 预期 2026 年 4 月和 7 月各降息 25bp



来源：wind, CoinMarketCap, 国金证券研究所

来源：Fed Watch, 国金证券研究所

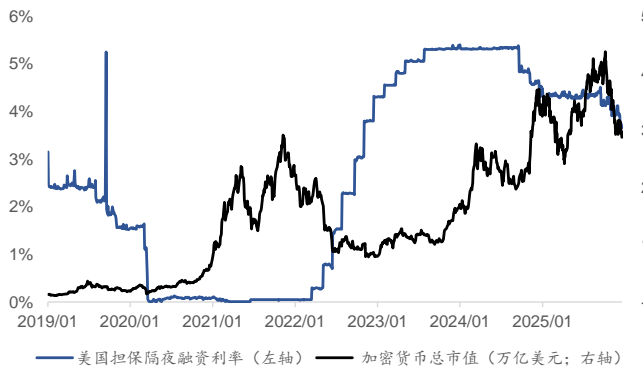
说明：上述预测为截至 2025 年 12 月 28 日的结果。

此外，加密行情与美国边际利率变化相关。上轮周期中，2020 年 3 月的两次紧急降息及重启 QE 开启了牛市；2021 年 11 月放缓扩表及 2022 年 5 月宣布加息开启了加密行情深度调整。本轮周期中，2022 年 12 月加息幅度放缓使得行情开始企稳反弹，关注 2026 年美联储降息节奏。

图表6：近年加密货币周期与美联储加息/降息倾向相关

图表7：2019 年以来，加密行情与美国边际利率变化相关

时间	事件
2025 年 12 月	美联储将于 12 月 1 日开始正式停止缩表。
2023 年 12 月	鲍威尔在美联储议息会议上表示降息已经开始进入视野。
2022 年 12 月	美联储议息会议决定 12 月加息幅度由 11 月的 75bp 降至 50bp，比特币价自低点反弹。
2022 年 5 月	美联储议息会议决定加息 0.5%，并宣布 6 月 1 日正式开始缩表，受此影响，比特币 5、6 月下跌 48%。
2021 年 11 月	美联储宣布开启 Taper，放缓扩表步伐，比特币价自历史高点回落。
2020 年 3 月	美联储两次紧急降息至 0~0.25%，并重启 QE 计划，上一轮比特币牛市自此开启。



来源：经济参考报, 北京商报, 经济观察网, BBC News, 中国银行保险报, 国金证券研究所

来源：Fed Watch, 国金证券研究所

2023 年以来，比特币价格的走势与纳斯达克及黄金的走势大致趋近，尤其是与纳斯达克的走势更加相关。市场普遍关切 2025 年比特币走势跑输黄金的原因，我们认为过去 1 年多在加密市场发生过 2 个重要事件，一是 2024 年 11 月 6 日特朗普宣布胜选，二是 2025 年 10 月 11 日 USDe 脱锚，引发了加密市场大规模去杠杆。在 2024 年 11 月 5 日至 2025 年 10 月 10 日期间，比特币涨幅 63.2%，黄金涨幅仅为 44.9%，我们认为 2025 年比特币价涨幅跑输黄金的原因主要系 2024 年特朗普宣布胜选后透支了涨幅，且 USDe 脱锚后引发加密市场去杠杆，带来了比特币价的下跌。

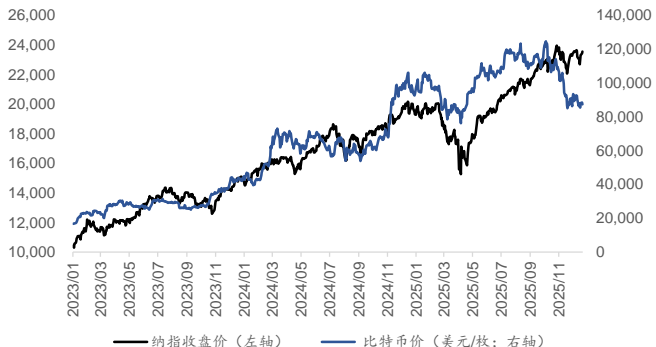


图8: 2023 年以来, 比特币和黄金价格趋势大致趋同, 但 2025 年 10 月后比特币跑输黄金



来源: wind, CoinMarketCap, 国金证券研究所

图9: 2023 年以来, 比特币价格与纳斯达克指数走势较为趋近



来源: wind, CoinMarketCap, 国金证券研究所

2024 年以来, 比特币价格走势与恒生科技指数走势也开始趋近。期间的背离主要系: 1) 恒生科技: 2024 年 9 月 24 日之后受国内央行、政治局会议等利好催化; 2025 年 1 月 20 日受 DeepSeek 发布模型催化中国 AI 叙事。2) 比特币: 2024 年 11 月 6 日受特朗普宣布胜选催化行情。其他时段走势大致趋近。

图10: 2024 年以来, 比特币价格与恒生科技指数走势开始趋近



来源: wind, CoinMarketCap, 国金证券研究所

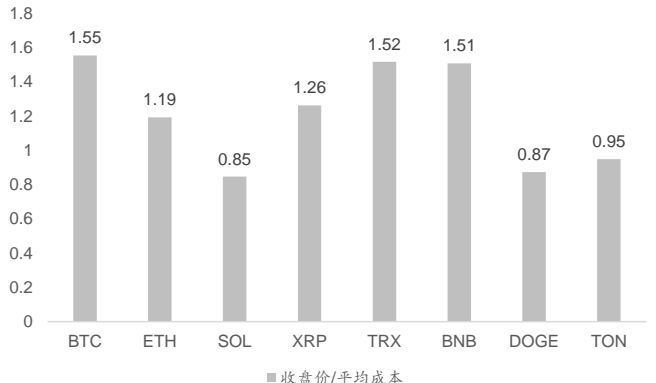
USDe 脱锚引发的现有加密投资人去杠杆, 以及对 2026 年全球 M2 增速的谨慎展望, 目前加密市场资金承接力度较弱, 借贷利率持续下行。SOL、DOGE、TON 等头部代币已跌破链上平均持仓成本, 我们认为 2026 年加密市场走势应重点关注美联储降息节奏。

图11: 目前比特币价格高于短期投资人持仓成本, 暂未达到链上持仓平均成本



来源: Glassnode, 国金证券研究所
说明: Glassnode 将持仓时间短于 155 天的投资者定义为短期投资人。

图12: SOL、DOGE、TON 的币价均已跌破链上平均持仓成本



来源: Glassnode, CoinMarketCap, 国金证券研究所
说明: 上述成本数据截至 2025 年 12 月 23 日。



2. 美国加密矿场积极转型 AI 数据中心，关注签单及融资进展

2024 年以来，从事比特币挖矿的加密矿场纷纷开始向 AI 云服务及数据中心业务转型。一方面，2025 年以来比特币挖矿全网算力增长，1 月 1 日至 12 月 15 日全网算力增长 29.2%，但期间币价下跌 8.5%，挖矿回报率降低。2025 年第三季度，不含折旧的比特币挖矿成本为 47,091 美元/BTC，含折旧的比特币挖矿成本已经达到 111,557 美元/BTC，高于当前币价。另一方面，受电厂退役与 AI 带来的电力负荷增长影响，美国能源部预计到 2030 年美国需新增 100GW 的峰值电力供应，其中 50GW 将直接用于数据中心。从事加密矿场业务的公司在大都市附近拥有已经通电、且通信带宽较高的算力基础设施，且电费普遍在 3~5 美分之间，天然适合从事 AI 云服务业务。随着 AI 算力需求的增长，目前大部分加密矿场均宣布向 AI 数据中心转型。

图表 13：部分加密挖矿公司挖矿成本

公司	挖矿成本-不含折旧 (美元/BTC)	挖矿成本-含折旧 (美元/BTC)
Core Scientific	79,002	115,702
TeraWulf	44,729	115,006
Iris Energy	35,434	-
Cipher Mining	34,189	-
CleanSpark	49,647	99,295
Bitfarms	48,200	138,706
Riot Platforms	46,324	89,074
Marathon	39,200	-
平均挖矿成本	47,091	111,557

来源：各公司官网，国金证券研究所

说明：上述公司的挖矿成本均为 2025 年 7~9 月挖矿成本。

我们统计了 14 家主要的美股上市矿场公司，2025 年这些公司在美国的电力容量达到 9.0GW，预计到 2027 年电力容量将达到 15.6GW。

图表 14：部分美国上市矿场公司电力规划统计

单位：MW	转型意愿	美国电力容量						全球其他已通电力	电力容量小计
		2025	2026	2027	2028	2029	2030		
合计		9,021	12,222	15,551	16,156	16,615	16,615	1,400	18,014
各公司情况：									
IREN	全面转型	885	2,310	2,910	2,910	2,910	2,910	-	2,910
RIOT	全面转型	1,862	1,862	1,862	1,862	1,862	1,862	-	1,862
WULF	全面转型	73	763	1,146	1,548	1,648	1,648	-	1,648
CORZ	全面转型	1,370	1,370	1,370	1,370	1,370	1,370	-	1,370
APLD	全面转型	401	746	1,091	1,091	1,091	1,091	-	1,091
CIFR	全面转型	533	877	947	947	947	947	-	947
WYFI	全面转型	35	56	56	56	115	115	-	115
BTDR	部分转型	683	857	1,427	1,427	1,727	1,727	949	2,676
CLSK	部分转型	1,027	1,027	1,312	1,312	1,312	1,312	-	1,312
MARA	部分转型	1,180	1,180	1,180	1,180	1,180	1,180	57	1,237
HUT	部分转型	710	710	1,040	1,040	1,040	1,040	-	1,040
GLXY	部分转型	-	202	598	800	800	800	-	800
BITF	部分转型	171	171	521	521	521	521	250	771
CAN	部分转型	91	91	91	91	91	91	144	235

来源：各公司官网，国金证券研究所



说明：上表仅统计电网已批准，能在对应时间通电的容量。

转型 AI 数据中心的加密矿场主要有两种商业模式，一是类似于 CoreWeave 和 Nebius，采购芯片进行云计算租赁，目前 IREN 采用这种商业模式。IREN 的电力毛容量为 2.91GW，对应约 1.9GW 核心容量，单瓦特对应市值小于 CoreWeave 和 Nebius，目前已与微软进行了 200MW 核心容量的合作。二是类似于 IDC 的电力租赁模式，仅出租数据中心建筑使用权和电力容量使用权，服务器和电费由租户缴纳。目前大部分加密矿场采用这种托管模式。部分公司已与谷歌、亚马逊、CoreWeave 等公司签订租赁合同，其他大部分公司由于转型较晚，仍在寻找合作伙伴之中。

图表15：部分美国上市公司电力规划统计

公司	相关合作方	市值 (亿美元)	获批电力 (GW)	规划电力 (GW)	已签合同 电力(GW)	市值/获批 (美元/W)	市值/规划 (美元/W)	资产负债 率	最近一期借 贷利率	借贷类型	PUE
云计算											
CoreWeave	OpenAI、微软	400	2.5	2.5	0.5	15.9	15.9	88.2%	SOFR+4%	有担保债券	1.15
Nebius	微软	214	0.8	2.2	0.2	26.9	9.7	52.4%	1%~2.75%	可转债	1.13
IREN	微软	138	1.9	1.9	0.4	7.1	7.1	28.4%	0.25%~1%	可转债	1.5
电力租赁-已签合同											
Cipher	谷歌、亚马逊	63	0.7	2.7	0.4	9.6	2.3	72.4%	7.13%	有担保债券	1.45
TeraWulf	谷歌	52	1.1	2.0	0.4	4.7	2.7	89.9%	7.25%	有担保债券	1.25
Hut 8	谷歌	57	0.8	1.7	0.3	7.3	3.4	38.5%	9%	BTC 抵押贷款	1.35
Applied Digital	CoreWeave	73	0.9	4.6	0.6	7.9	1.6	70.8%	9.25%	有担保债券	1.15
Core Scientific	CoreWeave	48	1.0	1.7	0.6	4.8	2.8	149.1%	0%	可转债	1.36
White Fiber	NScale	7	0.1	0.1	0.04	7.7	7.7	13.3%	-	-	1.2~1.4
电力租赁-未签合同											
CleanSpark	-	29	1.0	1.0	-	2.9	2.9	30.8%	0%	可转债	-
Bitfarms	-	21	0.5	1.5	-	4.6	1.4	23.7%	1.38%	可转债	1.25
Riot	-	51	1.3	1.3	-	4.1	4.1	21.7%	联邦基金利率+4.5%	贷款	1.49
Marathon	-	37	1.2	2.1	-	3.0	1.8	43.5%	0%	可转债	-
Cannan	-	5	0.1	0.1	-	6.7	6.7	43.3%	-	-	-
Bitdeer	-	26	0.5	1.5	-	5.8	1.8	76.5%	4%	可转债	1.3

来源：各公司官网，国金证券研究所

说明：1) 上表的获批电力均为核心 GW 容量，核心 GW 容量=毛容量/PUE；2) 市值基于 2025 年 12 月 23 日的市值进行计算；3) 对于未披露 PUE 的公司，按照 PUE=1.3 来进行核心 GW 测算。

云计算模式之下，建议关注自有电力容量多、资产负债率低、且每瓦电力容量对应市值低的 IREN。电力租赁模式下，建议关注与谷歌合作的 Hut 8、TeraWulf，与 CoreWeave 合作的 Core Scientific；以及暂未签约，但规划全面向 AI 数据中心转型，在手电力容量较多的 Riot Platform。

图表16：部分美国上市公司企业价值/电力估值对比

公司	市值(亿美元)	BTC 数量	现金及现金等价物(亿美元)	债务(亿美元)	EV/获批电力(美元/W)	EV/规划电力(美元/W)
云计算						
CoreWeave	400	-	18.9	140.4	20.7	20.7
Nebius	214	-	48.0	41.9	26.0	9.4
IREN	138	-	10.3	9.6	7.1	7.1
电力租赁-已签合同						
Cipher	63	1,493	12.1	10.2	9.2	2.2



TeraWulf	52	-	7.1	10.6	5.0	2.9
Hut 8	57	10,278	0.3	3.5	6.6	3.1
Applied Digital	73	-	0.7	6.9	8.6	1.7
Core Scientific	48	2,116	4.5	10.6	5.2	3.1
White Fiber	7	-	1.7	-	5.8	5.8
电力租赁-未签合同						
CleanSpark	29	13,054	0.4	8.2	2.6	2.6
Bitfarms	21	1,827	0.9	0.5	4.2	1.3
Riot	51	19,368	3.3	8.4	3.1	3.1
Marathon	37	52,850	8.3	32.5	1.3	0.8
Cannan	5	1,610	1.2	0.9	3.9	3.9
Bitdeer	26	2,233	2.0	8.2	6.7	2.1

来源：各公司官网，国金证券研究所

说明：1) 上表的获批电力均为核心 GW 容量，核心 GW 容量=毛容量/PUE；2) 市值基于 2025 年 12 月 23 日的市值进行计算；3) 对于未披露 PUE 的公司，按照 PUE=1.3 来进行核心 GW 测算；4) BTC 价格按 8.6 万美元进行折算。

3. 美国快速推进资产与预测合约上链，中国香港有序推进加密发展

2025 年美国资产上链开始成为议题，预测市场方兴未艾；2026 年随着加密市场监管法案的完善，我们认为资产上链有望加速，预测市场也将持续快速发展。

2025 年 9 月，纳斯达克交易所正式向美国证券交易委员会（SEC）提出申请，计划推出代币化股票，希望将区块链技术直接嵌入核心证券交易体系，允许其主流市场的上市股票和 ETF 以代币化形式进行交易。目前 Robinhood、Ondo Finance、Mystonks、Bybit、Kraken、Gemini 等机构都在探索股票代币化；Galaxy Digital、Figure 等公司均计划在链上发行代币化股份。预计最快在 2026 年第三季度，有望看到代币化股票在纳斯达克交易所与传统股票并行交易。SEC 也已批准信托和清算公司（DTCC）的子公司在预先批准的区块链上托管和记录代币化股票、债券和美国国债，从 2026 年下半年开始，最长持续 3 年。

2025 年 11 月，美国商品期货交易委员会发布修订指令，允许 Polymarket 直接为美国的经纪公司和客户提供交易服务；此后，Robinhood 推出了球赛预测等多项产品，Gemini 在全美正式推出预测市场产品，Coinbase 宣布联合 Kalshi 推出预测市场服务，DraftKings 已在美国商品期货交易委员会和全国期货协会注册，将在美国 38 个州提供事件合约服务。

根据加密公司 Dune 和 Keyrock 发布的最新报告，Polymarket 和 Kalshi 等平台上的月度押注金额从 2024 年初的不足 1 亿美元增长至 2025 年 11 月的超过 130 亿美元，反映了市场对“事件合约”需求的爆发式增长；根据 The Block，Kalshi 和 Polymarket 2025 年 11 月的交易量分别为 58 亿美元、37.4 亿美元，分别环比增长 32%、24%。通过与 CNN、CNBC、Google Finance 的合作，预测市场正演变为衡量现实世界事件概率的公认工具。2025 年 10 月，纽交所母公司洲际交易所向 Polymarket 投资 20 亿美元，使公司估值达到约 80 亿美元；2025 年 11 月，Paradigm、Sequoia 等公司向 Kalshi 投资 10 亿美元，使公司估值达到 110 亿美元。

图表 17：纳斯达克交易所传统交易与链上交易对比

比较维度	传统交易	链上交易
市场归属	· 属于全国市场体系（NMS），受 SEC 监管	· 属于全国市场体系（NMS），受 SEC 监管
交易撮合	· 统一订单簿，按价格-时间优先	· 与传统股票同一订单簿撮合，优先级完全一致
结算方式	· DTC 传统账户系统清算，T+1 结算	· DTC 在链上铸造代币，分配至钱包，接近实时结算
资产形态	· 电子簿记形式的股份	· 区块链代币化股份
投资者权利	· 完整的股东权利，包括投票、分红、剩余资产权益	· 完整的股东权利，包括投票、分红、剩余资产权益
交易时间	· 正常交易时段+盘前盘后	· 与传统时间相同，受交易所时间约束



透明度与合规	· 成交计入 NBBO，由纳斯达克与 FINRA 监控	· 成交计入 NBBO, 监管与风控要求完全相同
技术差异	· 传统清算所+券商账户架构	· 清算所+区块链记账，钱包可接收代币化股票

来源: Coinglass, 国金证券研究所

全球加密立法与合规也在有序推进。中国香港在税收、牌照、代币化存款及支付等领域有序推进加密行业发展。日本、俄罗斯、英国、越南等国家也于 2025 年推进加密资产相关立法与监管。

图表18: 中国香港有序推进加密行业发展

议题	进展
税收	· 计划于 2026 年完成本地立法修订, 2028 年与伙伴税务管辖区自动交换加密资产交易相关的税务资料, 2029 年实施新的汇报标准。
牌照	· 香港金管局副总裁陈维民预计首批代币发行牌照可能会在 2026 年初发出, 预计初期仅几张牌照。
代币化存款	· 渣打香港推出代币化存款服务, 合作将蚂蚁国际的港元、人民币及美元账户代币化。 · 将代币化存款用于可控试行环境中的真实交易, 初期聚焦代币化货币基金市场; 2026 年持续运行, 推动代币化存款交易进行跨行结算。
支付	· OSL 集团宣布将作为 USDGO 的品牌所有者和分销合作伙伴, 计划创建服务于企业和机构的支付系统。

来源: 中国香港政府新闻网, 香港经济日报, 香港金融管理局, 证券时报网, MEXC 交易所, 国金证券研究所

图表19: 全球加密立法与合规也在有序推进

国家或地区	进展
日本	· 2025 年 12 月将加密资产监管从支付法转向证券法, 考虑对所有加密交易利润统一征税 20% 以降低税率。
俄罗斯	· 2024 年挖矿合法化, 对加密态度发生转变。2025 年 12 月表态加密货币只能作为投资工具使用, 并非合法支付手段。
英国	· 2025 年 12 月立法承认加密货币为财产, 计划于 2026 年底之前完成交易平台和 DeFi 等领域的规则制定, 2027 年 10 月之前将加密企业正式置于金融行为监管局的监管之下。
越南	· 2025 年 6 月首次将加密资产纳入国家法律框架并实施明确分类监管, 该法案将于 2026 年 1 月 1 日正式生效。

来源: TradingView, PANews, TechFlow, CoinDesk, BlockBeats, Coinglass, 国金证券研究所

4. 投资建议

加密行业建议关注自有电力容量多、资产负债率低、且每瓦电力容量对应市值低的公司, 如 IREN、Riot Platform; 以及与谷歌、英伟达、亚马逊等大厂有合作的加密矿场, 如 Hut 8、Cipher、TeraWulf、Core Scientific 等。资产上链建议关注 Coinbase、Robinhood、Gemini、Figure 等头部加密交易所以及与预测市场合作的相关方。此外, 我们建议关注本轮加密行业的周期性投资机会。

5. 风险提示

■ 全球宏观及流动性风险

若美联储或其他全球主要经济体降息不及预期、财政预算收紧、或量化紧缩, 可能对全球流动性产生影响, 从而影响 Web3 市场的表现。

■ 全球 Web3 监管政策变化

若全球对 Web3 的监管政策收紧, 可能会影响行业的合规化进程, 从而影响新增资金的进入和行业流动性。

■ 网络安全风险

若 Web3 主要交易所、项目方、做市商等生态参与者遇到网络安全风险, 或者目前的加密技术被新技术破解, 可能会对行业的发展产生影响。

■ 金融衍生品风险

由于 Web3 行业合规仍处于初期, 对金融衍生品监管较少, 若部分金融衍生品出现流动性、挪用项目资金、行情下跌下的穿仓等事件, 则可能会影响基于此金融衍生品的相关生态参与者。

■ Web3 机构法律合规风险

若 Web3 主要交易所、项目方、做市商等生态参与机构遇到挪用客户资金、非法经营、内部交易等法律合规风险, 可能会对行业发展带来不利影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话: 021-80234211
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京
电话: 010-85950438
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100005
地址: 北京市东城区建国内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话: 0755-86695353
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究