

研究报告

加密风投新范式：下注更少、支票更大、收入更实

加密风投回来了——2025 年投放 203 亿美元，创 2022 年以来最佳——但这已经不是 2021 年的市场。资金正在向更少、更大、更后期的支票集中：2026 年二季度 78% 的资金流向成熟期企业，单笔融资中位值连创历史新高，退出也走 IPO 与并购而非发币。链杉研究院绘制这套新范式的全貌，以及它对盈利优先型投资者意味着什么。

Industry Reports • 2026 年 9 月 27 日 • Chainfir Research

真实的反弹，但狭窄的反弹

加密风投实现了真正的复苏。Galaxy Research 统计，2025 年共投放 203 亿美元、完成 1,660 笔交易——创 2022 年以来年度新高，是 2023 年约 100 亿美元的两倍多。动能延续到了 2026 年：一季度在 2025 年四季度 85 亿美元的异常高点之后回落至 40 亿美元（355 笔交易），二季度投资额环比增长 31%，达到 56.8 亿美元、384 笔交易。2026 年上半年合计投放 100.2 亿美元、744 笔交易，年化约 200 亿美元，与 2025 年全年持平。

但背景同样重要。2021–2022 年高峰期单年投放曾超过 300 亿美元；2025 年的复苏只恢复了其中约三分之二。而且比特币价格与风投投放之间历史上的相关性——在 2017 和 2021 周期里几乎是机械联动——已经明显减弱：比特币在 2025 年底创新高，风投活动却起伏不定。资金确实在回流，但回流得很有选择性，行为方式与此前任何周期都不同。

三个结构性事实定义了这套新范式：钱投给谁（成熟企业）、投什么（金融基础设施）、怎么退出（IPO 与并购，而不是发币）。本报告余下部分逐一拆解。

加密风投季度投资额（十亿美元）

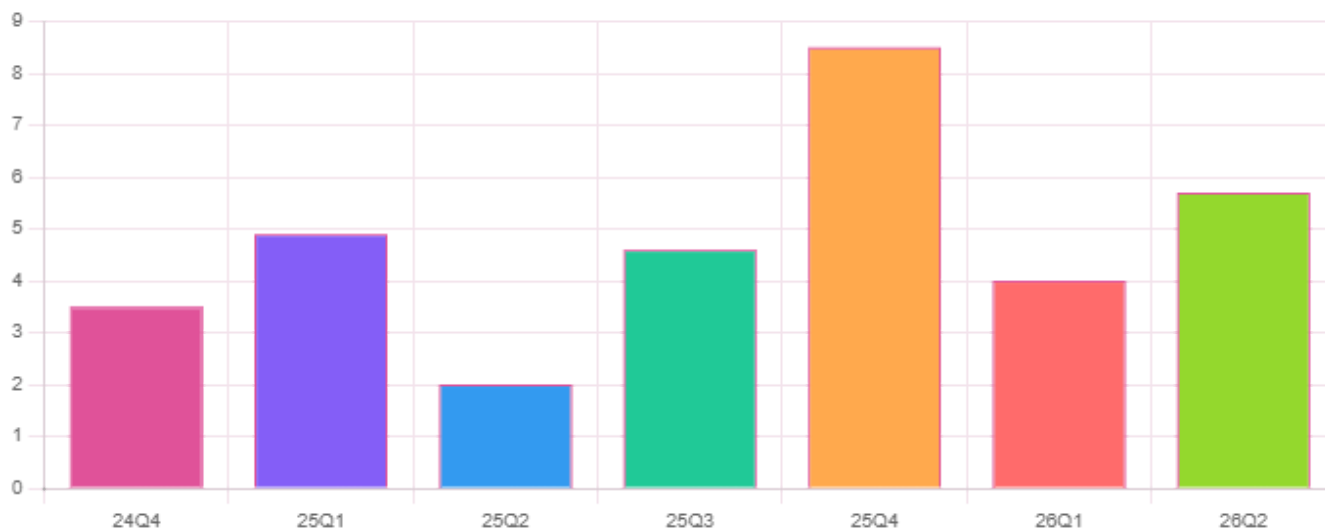


图 1：2024 年四季度至 2026 年二季度加密与区块链初创企业季度风险投资额。对应各季度交易笔数为 416、443、378、414、425、355、384 笔。数据来源：Galaxy Research《Crypto and Blockchain Venture Capital》季度报告（2024Q4-2026Q2）。

哑铃型市场：资金为「成熟」投票

当前周期最鲜明的特征是集中。2025 年四季度，仅 11 笔超 1 亿美元的大额交易——Revolut（30 亿美元）、Touareg Group（10 亿美元）、Kraken（8 亿美元）、Ripple 与 Tempo（各 5 亿美元）——就吸走了当季 85 亿美元总额的 85%。这一格局延续到 2026 年：仅 3 月就发生三起十亿美元级事件——支付公司 BVNK 的 18 亿美元交易、预测市场运营商 Kalshi 由 Coatue 领投的 10 亿美元成长轮（估值 220 亿美元）、洲际交易所（ICE）对 Polymarket 的 6 亿美元战略投资——合计约占一季投放资金的一半。

阶段数据印证了哑铃结构。后期阶段企业吸收的资金占比从 2024 年四季度的 40%，升至 2025 年四季度的 56%、2026 年一季度的 57%，再到 2026 年二季度惊人的 78.3%——而当季后期轮次只占已完成交易的 26%。2025 全年，57% 的资金流向后期阶段企业，是 Galaxy 有记录以来的最高比例。预种子轮占交易笔数的比重已滑落至 19–21%。Galaxy 自己的结论很直白：加密风投预种子轮的黄金时代已经过去。

对那些确实融到钱的公司来说，条款从未如此优厚。加密行业单笔融资中位值连续两个季度创历史新高——2026 年一季度突破 450 万美元，二季度约 490 万美元。估值在 2025 年四季度达到历史峰值（超过 2021 年高点），随后在 2026 年初大幅回落。信号很明确：市场的中间层正在被掏空。小额支票仍在开，超大额支票也在开；而那种投向尚无收入网络的、毫无差异化的 1,000–3,000 万美元 B 轮，才是正在消失的交易。

后期阶段企业占加密风投季度资金比例 (%)

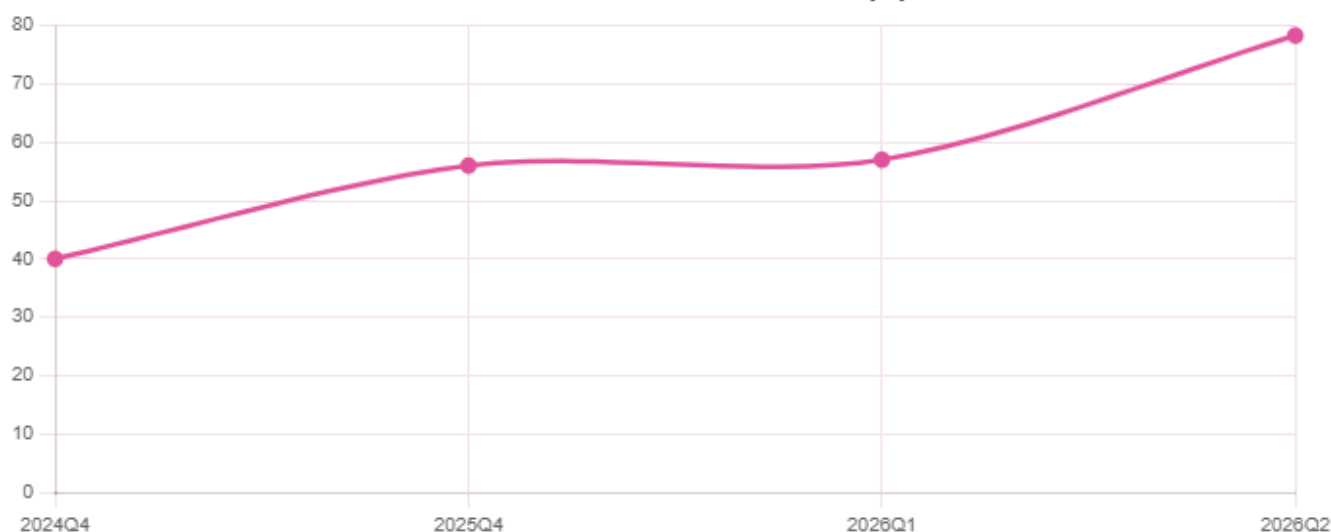


图 2：各季度流向后期阶段加密企业的资金占比；2025 全年亦以 57% 创下历史纪录。数据来源：Galaxy Research 季度风投报告。

投资者到底在买什么

赛道切换和阶段切换一样决绝。交易/交易所/投资/借贷类企业——行业的现金机器——在最近每个季度都拿走最大份额：2025 年四季度的 55 亿美元；2026 年一季度约 26 亿美元（占总额近五分之三）；2026 年二季度 35.2 亿美元、51 笔交易，且该类别超九成资金流向后期企业。DeFi 在 2026 年二季度以约 4.78 亿美元位列第二，差距悬殊。

Crypto-Fundraising.info 的 2025 全年数据用另一套分类讲了同一个故事：829 笔交易、233 亿美元风险与私人投资中，金融/银行吸金 47 亿美元，预测市场 37 亿美元，支付 28 亿美元，基础设施 26 亿美元。而 2021 年那批热门赛道——Web3、NFT、DAO、元宇宙与游戏——每季度仍能产生 37 至 39 笔交易，但吸走的资金只占很小一部分。

两点启示值得强调。第一，「加密」风投正日益变成「金融服务」风投：投资者在为交易量、支付流水、利息差和手续费分账定价——这些都是可以建模的收入线。第二，最火的新类别预测市场本身就是一门收入生意：Kalshi 与 Polymarket 靠事件交易手续费赚钱，其 220 亿美元估值与 ICE 背书的定价，锚定的是交易量，而不是代币排放。

2025 年加密风投按类别分布 (十亿美元; 总额 233 亿)

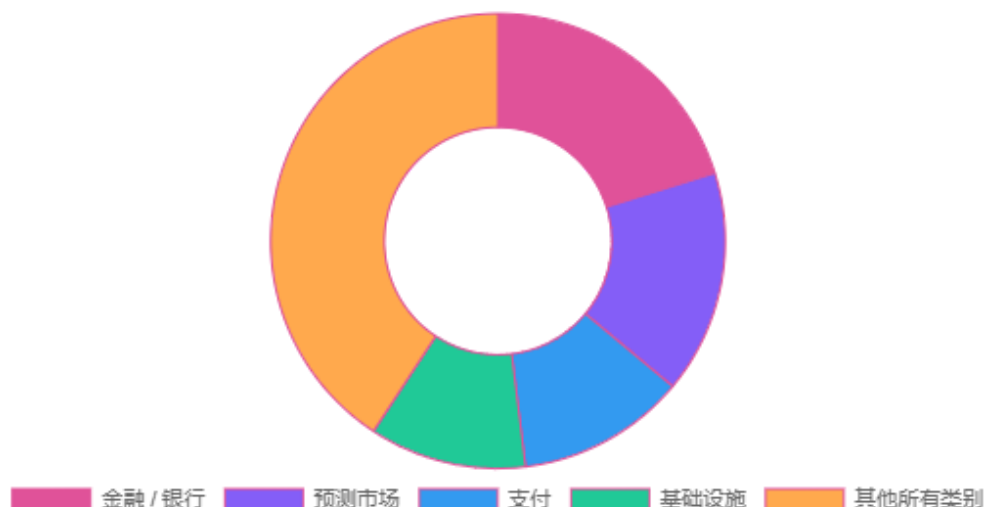


图 3: 2025 年风险与私人投资 (829 笔交易共 233 亿美元) 按类别分布。数据来源: Crypto-Fundraising.info 《2025 Crypto Fundraising Report》(2026 年 1 月)。

退出窗口重新打开

这套新范式能够持续的最有力论据, 是投资者真的拿到钱了。据 Architect Partners, 2025 年完成了五起标志性 IPO——eToro (6.2 亿美元)、Circle (10.5 亿美元)、Bullish (11.1 亿美元)、Figure (7.88 亿美元) 与 Gemini (4.25 亿美元) ——合计募资约 40 亿美元, 首日平均涨幅 64%。BitGo 于 2026 年 1 月在纽交所上市, 募资 2.13 亿美元; Kraken 母公司 Payward 在潜在上市前以 133 亿美元估值完成二级转让与战略融资, 投资方包括德意志交易所与纳斯达克风投。

并购的贡献更大。Architect Partners 统计, 2025 年加密行业已披露并购对价达 370 亿美元——是 2024 年的 7.6 倍, 交易数量增长 74%——其中包括 Naver 以 103 亿美元收购 Upbit 运营商 Dunamu, 为行业史上最大交易。上市加密公司总企业价值全年上涨 33%, 至约 5,000 亿美元。

这里的纪律性同样清晰可见。2025 年, 上市加密「老股」的中位股价 (矿企除外) 下跌约 19%, 尽管新股上市首日大涨; 数字资产财库公司 (DAT) ——2025 年最热的公开市场实验——年末中位跌幅达 59%, 交易价格仅为其持币价值的 0.8 倍。公开市场投资者和风投一样: 只为盈利付钱, 不为「替代品」付钱。

2025 年加密企业 IPO 募资额 (百万美元)

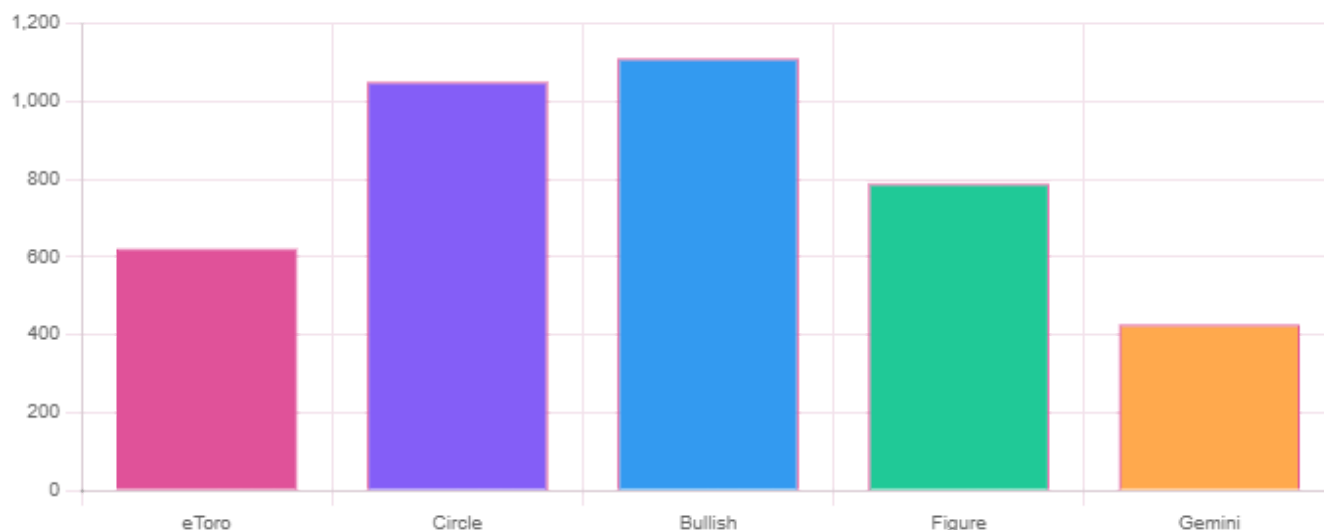


图 4: 2025 年五大标志性加密 IPO 募资总额; 首日涨幅分别为 29%、169%、84%、24%、14% (平均 +64%)。数据来源: Architect Partners 《2025 Year-End Crypto M&A and Financing Report》; GSR 《2026 Outlook》。

募资端挤压：基金更少、载体更大

如果说创业公司还能找到钱，基金管理人就没那么幸运了——至少新基金如此。2026 年二季度仅 5 支新加密风投基金完成募集（共 39 亿美元），为 2019 年四季度以来最少；此前一季度 8 支（11 亿美元），为 2020 年三季度以来最少；2025 年四季度为 11 支（19.8 亿美元）。新基金平均规模约 3.78 亿美元，中位值仅约 8,000 万美元：少数老牌平台在募集大型载体，首次募资的管理人则举步维艰。

Galaxy 将挤压归因于宏观逆风、2022–2023 年创伤余波，以及——关键的——AI 初创公司、加密现货 ETP 与数字资产财库公司对配置资金的争夺：这三者让机构无需把资金锁进十年期风投结构，就能表达加密或成长观点。年化来看，2026 年基金募集规模约 100 亿美元，高于 2025 年的 87.5 亿美元，但集中在更少人手中。出资方活跃度仍然很高——CryptoRank 统计 2025 年最活跃的机构为 Coinbase Ventures（87 笔）、Animoca Brands（52 笔）与 YZi Labs（40 笔）——但行业的资本基础正在整合。

地理格局：美国引力与亚太生态位

美国的主导地位接近绝对：2026 年二季度吸走 73.5% 的资金、39.1% 的交易（一季度为 70.2% 与 43.5%）。英国（资金 4%、交易 7%）与法国（3.2%）随后。新加坡以 5.7% 的二季度交易占比展现出超出体量的分量，并与巴林并列 2026 年一季度资金占比前三。随着《GENIUS 法案》签署成法、市场结构法案在国会推进，Galaxy 预计美国的引力还会进一步增强。

对亚太的创业者与投资者而言，数据指向一套清晰的行动手册：

- **牌照就是新护城河。**吸金最多的类别——交易、支付、银行——都是牌照生意。新加坡与中国香港的监管框架正在把监管确定性转化为估值溢价。
- **交易流比资金流便宜。**亚太的交易笔数占比高于资金占比，意味着当美国轮次按「完美定价」时，这里的入场估值仍然理性。

- **照着退出地图建公司。**买方与 IPO 承销商如今只为收入、合规与分销买单；三者兼备的亚太公司稀缺，因此值钱。
- **服务「盈利的中间层」。**当美国超大支票追逐一亿美元轮次时，寻求 500–3,000 万美元成长资金的盈利公司处于结构性服务真空——这正是区域性盈利优先投资者可以占据的生态位。

盈利优先的读法

冷静地读，这组数据是对一种「不合时宜的纪律」的迟来证明。一个以资金「逃向质量」开局的周期，正在成熟为一个「质量就是入场券」的市场。吸收 78% 风投资金的公司，绝大多数拥有收入、牌照和能穿越熊市的单位经济模型。给投资者带来回报的退出，建立在盈利之上。连基金募集数据也在说同一件事：配置者正在向有业绩记录的管理人集中，而不是向叙事集中。

这正是链杉资本为之而生的环境。自 2018 年以来，我们的铁律就是只投已盈利企业——至少连续八个季度实现正运营贡献——并把资本、人才与资源作为同一笔配置打出去，其中约 90% 的出资来自我们自己的资产负债表。在哑铃型市场里，这种纪律不再是逆行者；它就是市场自己的逻辑，只是市场兜了一圈才走到这里。

「市场终于为我们 2018 年以来就坚信的东西定了价：收入是最好的尽职调查。资本不再为叙事买单，而是在为企业定价。对创业者来说，信号很简单：把运营贡献做到转正，资金自会来找你。对投资者来说，纪律是一样的——我们宁愿以公允价格给一家盈利公司开一张更大的支票，也不愿给十个实验开十张小支票。」——链杉资本创始人兼 CEO Brian Tian