

**HASH
GLOBAL**

Crypto Research Report

HG-BNB估值报告系列5: 基于货币方程式的估值

Jessica Feng (@jf4172)、Henry Yang (@ARSHenry1)

Hash Global Research (@HashGlobal_R)

2025年4月



BNB的价值和估值方法

BNB的分类与估值方法选择：我们认为货币方程式是衡量功能型代币价值的最佳估值模式

功能型代币类似于经济体内的流通货币，应使用货币方程式进行估值

BNB是一种功能型代币（utility token），其价值直接来源于BNB在币安生态中的多种使用场景，包括作为手续费、Gas费、理财和支付等核心功能。作为币安生态内的唯一流通货币，BNB的价值直接反映了生态经济总量，其价值基础由币安经济规模增长与代币供需机制共同驱动。

资产分类	资产定位	估值逻辑	估值模型
BTC	价值存储，类比数字黄金	价值由资产稀缺性与市场共识驱动	黄金模型（S2F）：衡量静态稀缺性
证券型代币 (Security token)	类股权资产	价值由底层资产价值驱动	现金流贴现模型（DCF）：预测未来现金流现值
功能型代币 (Utility token)	生态内流通货币与使用凭证	价值由生态经济规模与代币动态供需驱动	货币方程式（EoE）：量化供需与生态经济平衡

传统估值模型的局限性：BNB的非证券属性决定了其无法适用以现金流为核心的证券估值模型（如DCF模型）。BNB代币本身并不代表对币安实体资产或现金流的任何所有权或收益权。同时，自2021年起，币安主动调整代币销毁机制——从基于利润比例的回购销毁，转为基于链上交易量的自动化销毁机制。此举旨在切断代币价值与公司财务表现的关联性，彻底规避证券化风险。至此，BNB作为生态核心价值承载媒介，其定价逻辑主要取决于生态内部的动态供需平衡。

货币理论的优势：变量精准映射BNB的货币属性

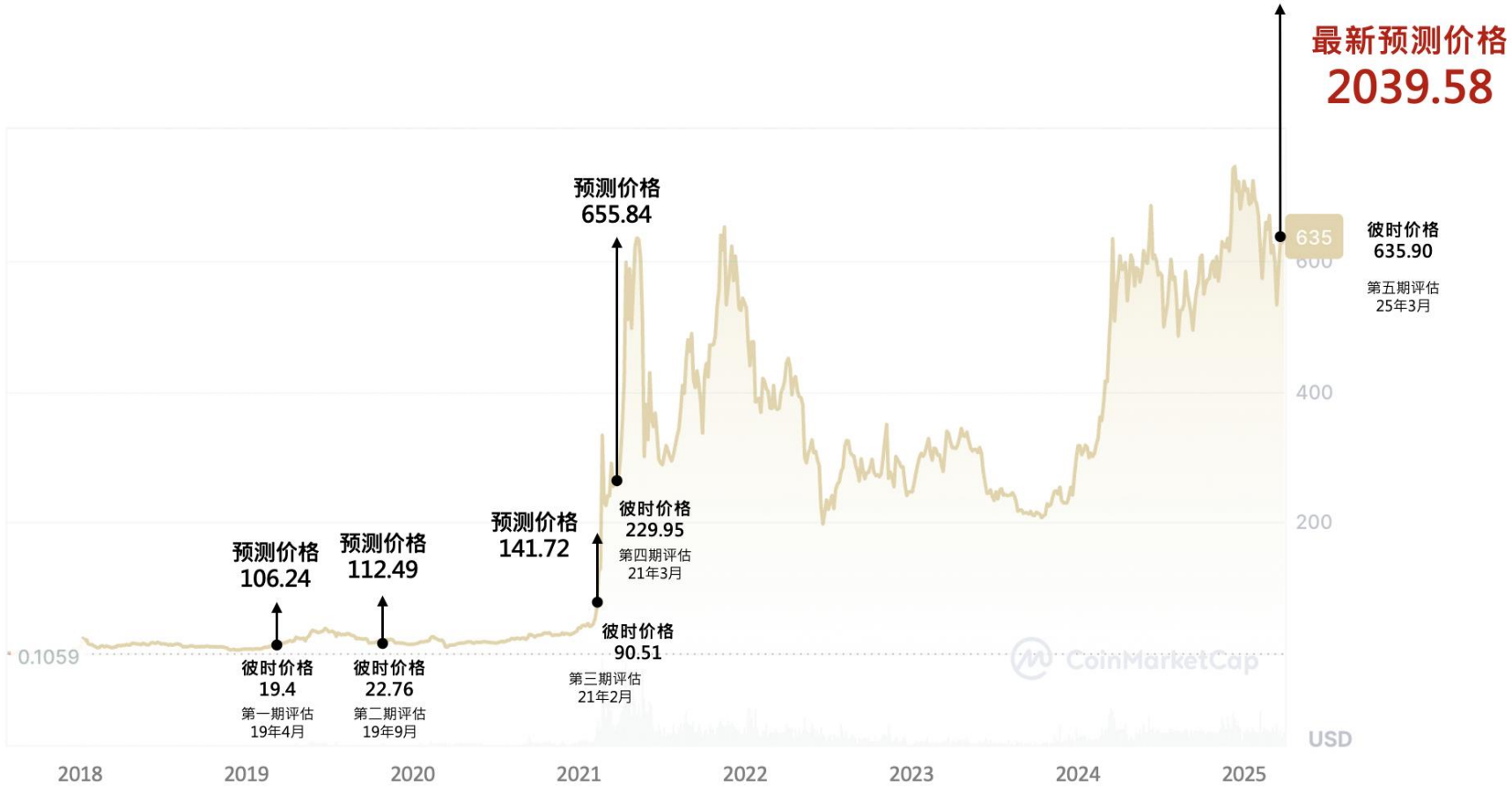
变量	BNB对应场景
M（供应量）	主动追踪BNB的通缩机制
V（流通速度）	量化BNB代币作为货币的高频流通属性及可复用性
PQ（经济规模）	映射币安交易所和链上生态的总经济价值



我们基于货币方程式的BNB估值框架已得到市场验证



自2019年Hash Global发布首期BNB估值报告以来，我们基于货币方程式对BNB的估值模型已得到充分的市场验证。而本期报告中，我们对BNB的最新价格评估超过2000美元，相比当前价格仍存在3倍升值空间，其市值预计将达到3000亿美元，超越当前的以太坊！



BNB核心价值支撑：交易所业务保持市场寡头地位，数字金融全生态布局加深护城河。币安在Web3行业的地位可比AI行业的英伟达，是行业发展的核心发动机。

币安核心交易业务乘势而上，连续六年稳居行业第一，行业领先优势显著

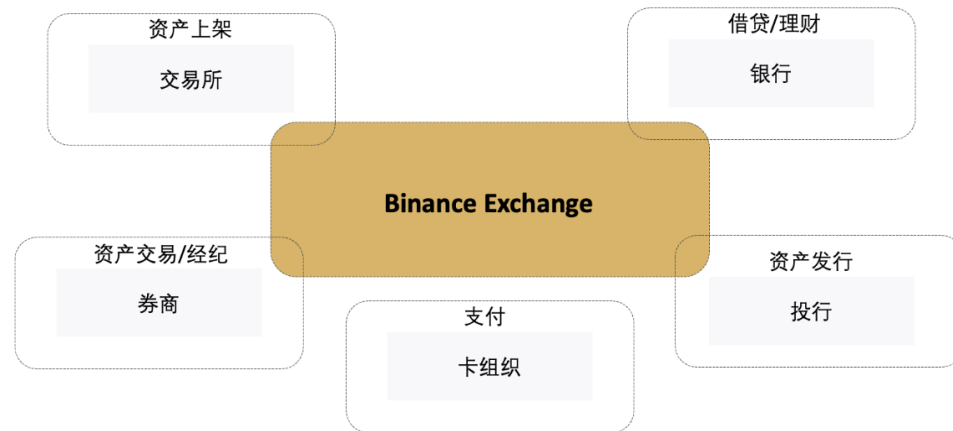
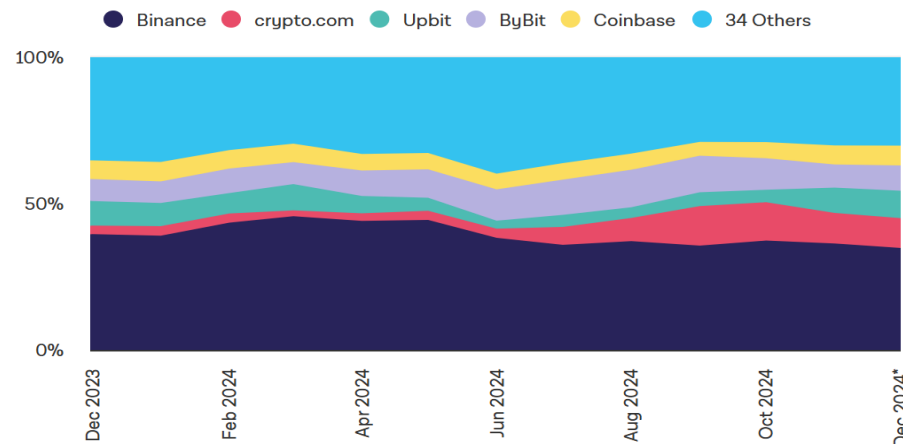
作为数字货币行业绝对龙头，币安在2024年中以35%的市占率稳居中心化交易市场首位。全年资金净流入达216.78亿美元，较第二名至第十一名的交易所净流入总量（159亿美元）高出近40%，持续巩固其作为市场流动性核心枢纽的地位。

生态矩阵多元立体，从交易业务向数字金融全生态渗透

时至今日，币安生态已成为Web3金融领域无可争议的领导者，其以交易所为核心的全球化布局，构建了覆盖交易、支付、资管的全场景金融基础设施。通过“生态共建、收益共享”机制，币安构建了用户、项目方与平台的协同价值网络，共同铸就Web3世界最完整的金融生态体系。



Monthly Exchange Volume Market Share



BNB价值的成长性：币安链上业务扩张，构建以交易所、钱包和公链三位一体的生态闭环，成为Web3金融的超级基础设施

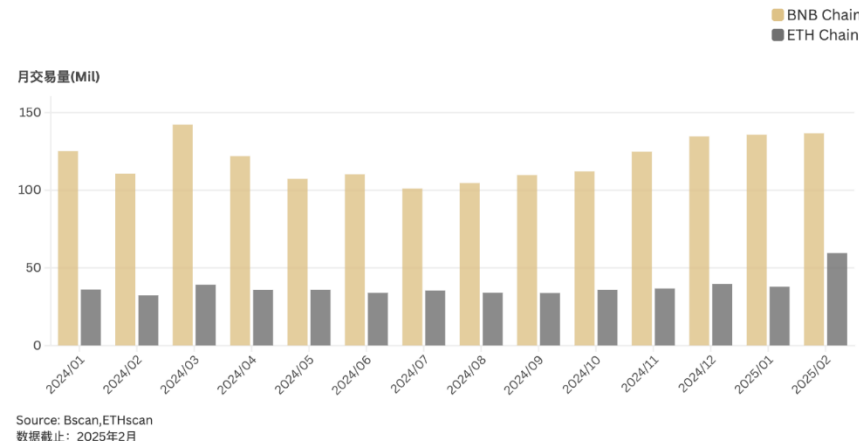
自上一期报告发布以来，币安链上生态迎来高速发展，尤其在2025年呈现加速态势：

1. 流量端：币安推出了Binance Alpha，支持用户直接通过交易所账户参与BNB Chain的早期项目交易，同时开放了与币安钱包的独家TGE（代币首次发行）通道，打破了CEX（中心化交易所）与DEX（去中心化交易平台）间的壁垒，实现了用户与资金的精准导流。
2. 技术端：为支撑生态扩张并应对激增的高频交易需求，BNB Chain完成了性能升级，聚焦交易处理机制的优化，有效缓解了高峰期交易压力，为meme币交易提供了更顺畅的体验。与此同时，BNB Chain的AI生态发展已初见成效，超过50个AI项目已部署，覆盖数据采集、标注、存储、去中心化GPU算力和AI Agent等多个细分领域。2025年发展路线图更明确将交易速度提升、AI优先和Meme币支持作为重点任务，致力于将BNB Chain打造为承载AI与Meme浪潮爆发的核心平台。

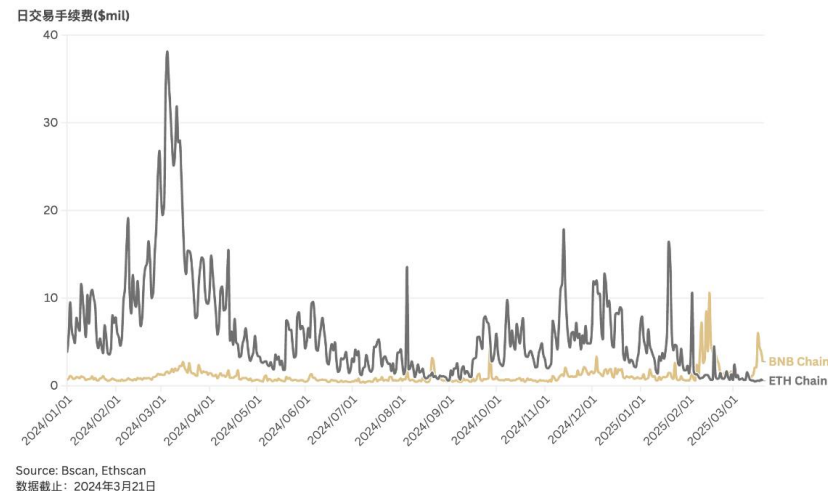
这些举措已产生显著协同效应：自2025年2月，BNB Chain日交易手续费持续超越以太坊，3月17日单日手续费峰值达到600万美元，为同期以太坊的十倍，充分展现其高性能公链的竞争优势。链上生态的崛起为币安带来显著生态增量，进一步提升BNB的价值。

当前，币安已构建以中心化交易所为内核、去中心化链上生态为外延的完整闭环，凭借深度协同效应抢占 CeDeFi 基础设施赛道制高点。BNB作为串联交易所、公链与钱包的核心价值纽带，既是生态运转的驱动力，亦是价值增长的核心载体。

币安链vs以太坊公链月交易量对比



币安链vs以太坊-日交易手续费对比





合规与全球化战略双重突破，进一步巩固行业领先地位



币安的成长历程充满挑战，合规风波曾一度成为悬顶之剑。然而，近期两大里程碑式进展打破市场疑虑，加速推进币安合规和全球化布局的进程：

- 1. 美监管环境重大转向，币安法律监管的不确定性正在消除：近日，美国SEC与币安联合向法院申请暂停诉讼60天，以等待SEC加密货币工作组制定监管指引。这一进展不仅意味着美国加密监管框架进入重塑阶段，更释放出SEC重新审视数字资产监管立场的信号，币安的合规前景由此豁然开朗。
- 2. 获阿联酋主权基金20亿美元注资，全球化布局提速：行业史上最大单笔投资落地，传统主权资本对币安Web3领导地位的认可不言而喻。凭借中东地缘庇护及其资源网络，币安进一步强化其在全球市场的合规护城河，迈向成为全球数字金融体系的核心支点。

这两大事件是币安生态护城河的双重加固，进一步巩固其作为Web3金融核心枢纽的地位。而BNB作为生态的核心价值载体：从手续费折扣到链上Gas消耗，从质押收益到治理权益，BNB的价值将随生态扩张持续增强，其市值天花板将由Web3金融未来的发展和币安在Web3金融的统治力共同定义。

**CZ**   @cz_binance · Feb 11

**Mister Crypto**   @misterrcrypto · Feb 11

BREAKING:

BINANCE AND THE SEC HAVE FILED A JOINT MOTION TO PAUSE THE CASE FOR 60 DAYS!

... [Show more](#)

币安牵手阿联酋皇室：主权基金MGX豪掷20亿美元进军加密，币安低估值“交朋友”？



**Nancy** | 2025-03-13 13:01

经过数次收购传闻的发酵，币安宣布获得阿布扎比投资机构MGX高达20亿美元的注资，这是加密历史上最大的单笔投资。这笔交易不仅为币安注入充裕资金，更带来了阿联酋主权资本的战略背书、资源支持以及政策庇护。

作者：Nancy, PANews

经过数次收购传闻的发酵，币安于3月12日晚正式宣布获得阿布扎比投资机构MGX (Mubadala G42 X) 高达20亿美元的注资。这是币安发展史上首次引入机构投资，同时创下加密行业迄今为止单笔投资额的最高纪录。这笔交易不仅为币安注入充裕资金，更带来了阿联酋主权资本的战略背书、资源支持以及政策庇护。

币安迎阿联酋最强资本，MGX豪掷20亿美元进军加密

3月12日，币安正式宣布与总部位于阿布扎比的投资机构MGX达成一项总额20亿美元投资交易。MGX收购了币安的少数股权，实现了加密货币和区块链领域的首次进军。这也是加密历史上最大的单笔投资，据称这笔投资是通过稳定币完成的，这也将为币安提供充裕的资金支持。



BNB的估值计算

基于货币方程式 (MV=PQ) 的估值框架

币安生态正处于快速迭代演进中。为简化估值模型，我们聚焦于币安交易所与BNB Chain所创造的核心经济价值，并据此推算BNB估值。

基于费雪方程框架，我们尽可能纳入影响BNB流通量与生态经济价值的关键变量。通过设定一系列核心参数，首先估算生态经济价值的年度增量，再推导BNB在未来各年的货币价值增值，并进行折现与加总，以确定BNB的当前合理估值。

基于货币方程式的估值框架说明		
估值理论	费雪方程式	
估值假设	$MV=PQ$	
估值逻辑	将BNB看作币安生态内的流通货币	
变量定义		测量方法
变量解释	M =货币流通总额	BNB币价*BNB实际流通量
	V =货币流通速度	BNB在交易所的流转速率
	PQ =经济体生产总值	币安经济总价值

生态矩阵价值分析：

- 币安生态矩阵的各个部分对BNB价值的影响体现在两方面：
经济价值提升 (PQ) 和 **流通量减少 (M)**。

生态	经济价值提升	减少流通量
1. 中心化数字货币交易所 (CEX)	现货交易手续费及衍生品交易手续费的支付载体需求对BNB价值贡献	用户锁定BNB以获取交易费折扣优惠。
2. BNB链 (BNB Chain)	作为BNB Chain上的经济活动及BNB Chain上的Gas费支付载体的需求对BNB价值的贡献。	节点质押BNB获得验证出块的资格及节点收入。
3. 衍生服务		
币安理财平台	提供多样理财产品，实现平台收入增长。	Binance平台长期提供基于BNB的理财/打新产品，为用户提供收益同时，锁定BNB。
币安参与的各类垂直应用	使用BNB享受相关应用的服务及优惠（规模较小，暂未考虑）。	使用BNB享受相关应用服务时，BNB会在一定时间内被应用服务的商户或用户留存在其账户中（暂未考虑）。

BNB理论流通量

相关公开信息：

- BNB总供应量：**根据币安白皮书披露，BNB共有2亿枚，所有代币均已分配，其中50%在ICO配售中销售，40%由BNB团队持有，10%由天使投资人持有。
- 币安团队持有的BNB数量：**根据币安历史公告，2019年第二季度开始，币安团队将放弃团队持有BNB的主动操作权，团队持仓将不再实际流通，因此我们在计算BNB流通量时减去团队持有的8000万枚BNB。
- 历史累计销毁数量：**截止2019年第二季度，币安采用季度收入的20%在市场上回购BNB并销毁，共计销毁1165万枚BNB。2019年第二季度开始，币安不再从市场上回购BNB，而是将先销毁币安团队持有的8000万枚BNB直至全部销毁完成。由于我们已将该8000万枚团队持仓从流通量中减去，从2019年开始，我们将不再考虑币安回购对BNB流通量的影响，直到团队持有的BNB被完全销毁。

* BNB理论流通量=总供应量-团队持有量-历史累计销毁量

- 通过公开信息，我们可以计算得出当前BNB的理论流通量为1.083亿枚，该数字比公开平台数据减少了近24%（coinmarketcap.com的数据显示流通量为1.424亿枚）。
- 由于团队持仓尚未被销毁完成，我们预计未来几年BNB的总流通量将维持在该水平，而最终的长期流通量将按照白皮书规则被销毁稳定至1亿枚BNB。

理论流通量预测：

	2025	2026	2027	长期
BNB总供应量	200,000,000	200,000,000	200,000,000	200,000,000
币安团队持有的BNB数量	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000
累计销毁BNB数量	11,654,359	11,654,359	11,654,359	20,000,000
BNB理论流通量	108,345,641	108,345,641	108,345,641	100,000,000



BNB 实际流通量 M



关键假设：

- 1. **用户数：**币安交易所2022年至2024年用户实际复合增长率约为30%。我们假设未来3年，用户增长率为每年20%，长期增长率为3%。
- 2. **以交易费折扣为目的锁定：**我们假设有50%的用户使用BNB支付手续费，人均持有量为0.1枚。
- 3. **BNB Chain验证节点质押锁定：**根据BSCScan显示，当前共有3033万枚BNB处于节点锁定中，因此我们假设长期质押量约为3000万枚。
- 4. **长期持有/价值投资锁定：**假设长期持有/价值投资者持有BNB总量的10%。
- 5. **理财/打新锁定：**根据打新规则，BNB理财持有量自动算入打新的投入。因此，Launchpool的锁定量包含理财的数量。最近10期的Launchpool平均每次锁定1800万枚左右的BNB。我们假设，未来2年，理财/打新锁定的增长率为每年5%，长期增长率为3%。

* BNB 实际流通量M=理论流通量（见上页）- 锁定量

- 从BNB的使用功能和场景上看，我们认为BNB的锁定量主要来源于4个活动/目的：
 - 1) **以获得交易手续费折扣为目的：**安长期为持有BNB支付手续费的用户提供25%的手续费折扣优惠；
 - 2) **BNB Chain验证节点质押：**币安智能链需要节点参与交易的验证，为了防止节点作恶，节点需要质押一部分BNB以获得成为验证节点的资格；
 - 3) **长期持有/价值投资：**该部分投资者长期看好BNB的价值，因此该部分不会出现在交易市场中；
 - 4) **理财/打新：**币安理财为用户提供了存币生息的服务，被存入的一部分BNB将不会在市场中流通。同时，BNB理财持有量自动算入打新的投入。

实际流通量预测：

	2025	2026	2027	长期
理论流通量	108,345,641	108,345,641	108,345,641	100,000,000
网络总用户数	200,000,000	240,000,000	288,000,000	296,640,000
以交易折扣为目的	10,000,000.00	12,000,000.00	14,400,000.00	14,832,000.00
币安智能链验证节点质押	30,333,967.00	30,333,967.00	30,333,967.00	30,000,000
价值投资锁定	10,834,564	10,834,564	10,834,564	10,000,000
理财/打新锁定	18,000,000	18,900,000	19,845,000	20,440,350
实际流通量	39,177,110	36,277,110	32,932,110	24,727,650

► BNB流转速率 V

关键假设：

1. **流转速率 (Velocity)** 是费雪公式 ($MV=PQ$) 估值框架中评估货币价值的关键点。由于在未确定 BNB 价格的情况下，货币的流转速率难以准确预测和估算。我们基于 2024 年已知的币安生态经济总价值、BNB 流通量及 BNB 年均价格计算得出 2024 年 BNB 的流转速率为 0.57。在此基础上，我们假设未来 BNB 的流转速率将与 2024 年保持一致，并会根据每年实际价格不断更新BNB在生态的流转速率。

* $V=PQ(2024\text{年经济总价值})/M$ (2024年实际流通量)

- 2024年的BNB生态经济总价值来源于三个部分：1) 以BNB支付的现货交易的总手续费；2) 以BNB支付的衍生品交易的总手续费；3) BNB Chain上以BNB支付的总Gas费，通过公开数据查询，将三者相加可以获得2024年的BNB生态经济总价值PQ。

MV=PQ	2024
1) 以BNB支付的现货交易的总手续费	\$ 5,512,500,000
2) 以BNB支付的衍生品交易的总手续费	\$ 5,606,092,241
3) BNB Chain上以BNB支付的总Gas费	\$ 342,661,083
BNB生态经济总价值 (PQ)	\$ 11,461,253,323
BNB 平均价格	\$ 543
BNB 实际流通量	37,277,110
货币供应量 (M)	\$ 20,229,169,229
流转速率 (V)	0.57

BNB经济总价值 P*Q



关键假设：

- 1. 中心化交易所现货交易额增长率：根据Coingecko数据显示，2023年和2024年币安交易所现货交易总额分别为3.86万亿和7.35万亿。假设未来3年币安交易所现货交易区将分别以25%、15%、10%的增长率增长，长期增长率为3%。
- 2. 使用BNB作为交易手续费的比例：我们预计未来会有50%交易手续费是以BNB支付的。
- 3. 中心化交易所现货/衍生品交易区手续费率和折扣率：假设币安不调整其收费标准，持续按照现货0.20%、衍生品0.06%收取交易手续费，手续费折扣固定为25%和10%。
- 4. 中心化交易所衍生品交易额增长率：币安中心化交易所衍生品2023年和2024年全年分别实现14万亿美元和21万亿美元的交易额。我们假设这部分业务的增长率与现货交易业务相同。
- 5. Gas费收入增长率：假设未来3年BNB Chain上总Gas费分别以25%、15%、10%的增长率增长，长期增长率为3%。

* 经济总价值PQ=中心化交易所经济价值+BNB Chain经济价值

- BNB价值的基础主要源于币安交易所生态的经济价值以及BNB Chain的经济价值，其中：
 - 1) 币安交易所的经济价值主要由交易手续费驱动，包含现货和衍生品交易两部分。

1)	2025	2026	2027	Terminal Value
中心化交易所现货交易额	9,187,500,000,000	10,565,625,000,000	11,622,187,500,000	171,012,187,500,000
交易额增长率	25%	15%	10%	3%
交易手续费率	0.20%			
使用BNB交易的比例	50%	50%	50%	50%
使用BNB交易的折扣	25%	25%	25%	25%
以BNB支付的现货交易的总手续费	\$6,890,625,000	\$7,924,218,750	\$8,716,640,625	\$128,259,140,625

2)	2025	2026	2027	Terminal Value
中心化交易所衍生品交易额	25,954,130,744,661	29,847,250,356,360	32,831,975,391,997	483,099,066,482,234
交易额增长率	25%	15%	10%	3%
交易手续费	0.06%			
使用BNB交易的比例	50%	50%	50%	50%
使用BNB交易的折扣率	10%	10%	10%	10%
以BNB支付的衍生品交易的总手续费	\$7,007,615,301	\$8,058,757,596	\$8,864,633,356	\$130,436,747,950

- 2) BNB Chain的经济价值主要Gas费收入驱动。根据 BSCScan数据显示，2023年及2024年全年，BNB Chain Gas 费总收入分别为2.53亿美元和3.42亿美元，2024年增长率36%。

3)	2025	2026	2027	Terminal Value
BNB Chain上以BNB支付的总Gas费	\$428,326,353	\$492,575,306	\$541,832,837	\$7,972,683,169
Gas费增长率	25%	15%	10%	3%



BNB理论价格



*** 新增经济价值=>新增货币需求=>BNB价值增值=>BNB估值**

- 最后，我们将BNB的经济价值来源：1) 中心化交易所现货交易中以BNB支付的总手续费；2) 中心化交易所衍生品交易中以BNB支付的总手续费；3) BNB Chain上以BNB支付的总Gas费加总，并计算出每年的新增经济价值，再通过货币数量论得到BNB对应的当年的价值增值，对应每年的实际流通量，最后以10%的折现率进行折现，获得BNB合理价值为：**\$2039.58**。

	2025	2026	2027	Terminal Value
1) 以BNB支付的现货交易的总手续费	\$6,890,625,000	\$7,924,218,750	\$8,716,640,625	\$128,259,140,625
2) 以BNB支付的衍生品交易的总手续费	\$7,007,615,301	\$8,058,757,596	\$8,864,633,356	\$130,436,747,950
3) BNB Chain上以BNB支付的总Gas费	\$428,326,353	\$492,575,306	\$541,832,837	\$7,972,683,169
BNB经济总价值	\$14,326,566,654	\$16,475,551,652	\$18,123,106,818	\$266,668,571,745
当年新增BNB经济价值	\$14,326,566,654	\$2,148,984,998	\$1,647,555,165	\$24,242,597,431
流转速率	0.57			
新增加的货币需求	\$25,286,461,536.79	\$3,792,969,230.52	\$2,907,943,076.73	\$42,788,305,271.90
实际流通量	39,177,110	36,277,110	32,932,110	24,727,650
对应的BNB价值增值	645.44	104.56	88.30	1,730.38
折现率（10%）	0.9091	0.8264	0.7513	
现值	\$586.76	\$86.41	\$66.34	\$1,300.06
BNB价值	\$2,039.58			



Hash Global 过往四期报告-BNB目标价格达成时间表



	报告发布时间	当时价格 (\$)	预测价格 (\$)	目标价格首次达成时间	达成时间 (天)
第一期	2019/4/16	19.4	106.24	2021/2/9	666
第二期	2019/9/6	22.76	112.49	2021/2/9	523
第三期	2021/2/9	90.51	141.72	2021/2/17	9
第四期	2021/3/5	229.95	655.84	2021/5/3	60
第五期	2025/3/28	635.90	2,039.58		



附录：风险提示及声明



本报告在评估BNB生态价值时，基于当前市场环境和预设模型假设，对未来发展趋势进行了定量与定性的综合分析。然而，由于区块链及数字货币市场的高度不确定性，投资者需充分理解并关注以下风险因素：

1. 行业竞争风险。随着全球数字货币市场合规化进程加速，传统金融机构（如持牌证券交易所、大型科技公司）可能依托其传统金融资源及监管协同优势入场。若竞争者以补贴策略或监管套利快速获取市场份额，可能导致币安交易所市占率下滑，进而影响BNB的生态价值捕获能力。
2. 生态代币多元化风险。尽管币安当前明确BNB为唯一生态代币，但不排除未来因战略调整推出新代币（如垂直场景专用代币）。若生态价值分流至新代币，可能稀释BNB的价值捕获能力，导致本报告估值模型部分逻辑失效。
3. 数据及信息准确性的风险。目前区块链市场尚未形成规范的数据形式和信息披露要求，本报告借鉴了行业内较有公信力的数据平台和信息发布平台，但仍存在数据及信息不准确的风险。
4. 模型假设敏感性风险。本估值模型高度依赖模型假设，任一变量偏离将显著影响结果。

本报告由Hash Global 基于公开信息及自身研究成果编制，旨在提供对BNB生态价值的评估。以下声明明确报告的使用范围和局限性：

1. Hash Global 为专注于区块链领域的投资管理公司，研究与投资是我们的主要驱动力。Hash Global 公司及我们的团队成员均未收取项目方任何形式的资助或奖励。
2. 截至本报告发布日，公司及旗下数字货币基金均持有BNB资产，因此报告中的假设和评估可能存在一定偏见。
3. 我们将根据市场变化和币安的发展动态不定期更新报告内容，确保分析的时效性。
4. 本报告仅供参考，不构成任何形式的投资建议，亦不应视为对未来市场走势的保证。
5. 如有任何问题或建议，请通过邮件contact@hashglobal.net与我们联系。



HASHGLOBAL



hashglobal.io



[X@HashGlobal](https://twitter.com/X@HashGlobal)



[X@HashGlobal_R](https://twitter.com/X@HashGlobal_R)

Hash Global Management Company Ltd.