Continue Capital联合创始人：区块链投资的价值之路

作者：Pima，Continue Capital联合创始人；来源：作者推特@LeePima

## 你在公链市场或者说区块链行业买的是什么？亦或区块链的商业模式出路在哪？

山寨市场的不及预期让诸多人士产生行业疑虑，复杂环境下行业不同发展阶段，投资难度增加是必然，但问题根本在于你要找到项目长期可持续发展的商业模式。

十年了，我发现依然很多人哪怕是从业蛮久的业内人士，也不太懂为什么公链一直能雄霸TOP100榜单如此之多，为什么头部的公链百亿千亿了资金都趋之若鹜，而你的币仅仅百万千万都门可罗雀，个人喜欢复杂的事物简单化，我尝试剥丝抽茧来剖析。

从第一性原理出发，P=E\*PE，即 股价=利润\*估值，因此长期来看，股价的影响因素只有利润和估值；

其一，估值PE。这个比较复杂，影响因子众多，例如，成长性/利率/渗透率/行业空间/央行放水多少/垄断等等，都是决定人们在某一时间段给不同股票不同估值的影响因素，偶像巴菲特说不买BTC，因为BTC没有现金流，（现金流你就看成利润好了）长期看，我感觉说的大部分对，只是在上述股价公式中，只考虑了利润E，没考虑估值PE，所以另一个角度看来MEME/BTC都是一类，都可以归于PE因子中，只要你的MEME一直拉人头不断有人买，你的MEME不需要自己创造现金流也能涨到一定阶段，但有个很重要的前提是：在一定的市值以内。市值越大，你要拉的人头需要越多，没有持续现金流支撑，非常难以持久。

其二，利润E，我们主要来探讨这个。利润来源于营收，因此股价要上涨，营收一定要起来，那营收又从哪来？就是商业模式，定义上讲就是通过向他人提供商品或服务从而盈利的商业活动，简单点就是你这个公司是怎么赚钱的。2006年段永平用62万美金拍下了巴菲特的午餐，他问了一个一直困扰他很久的问题：投资最关注的是什么？巴菲特回答是商业模式。一家企业如果不知道如何赚钱是不可能长久可持续发展下去的，推动美股七姐妹一直持续上涨的核心是利润，而不是其他短期因子。

## 问题是币圈的商业模式又是什么？

个人看来无外乎：区块空间费；SWAP费，就是交易所，包括DEX/CEX；借贷，利差；稳定币，抽水；MEV，寄生于区块空间。其他都好理解，单讲区块空间费。

其实非常隐蔽的是，币圈创造了一个全新的商业模式：兜售区块空间，也就是公链以GAS费计价并收取区块空间费。全球消费者按每次交易的基础价格购买对全球计算/带宽资源的访问权和存储权。

我之前很不理解几个字，什么叫“价值”互联网，我们知道互联网信息大部分是免费的，图片/文字/视频等等，一份信息无限复制，因此在互联网发展早期人们是不知道如何盈利的，在后来的摸索中慢慢挖掘出互联网的商业模式，包括SaaS订阅服务赚钱，广告，交易（电商）赚钱等等。

那区块链的商业模式在哪？币圈的价值互联网我后来搞清楚了，就是付费互联网，你每点一下，都需要付费GAS。区块链的初衷是解决货币属性问题，跟免费互联网是有非常大的区别，你不能一份钱拿来无限复制重复支付给其他人，免费互联网解决不了货币问题。因此在从货币延展到公链的过程中，其独特之处在于，他让消费者承担了访问区块空间的费用。互联网过去几十年来，企业都是自己租赁机器计算资源支付 AWS 账单以便为客户提供产品和服务，从而收取费用获得盈利。到了区块链上的应用程序这可好了：用户为项目运行成本支付费用。每年全球消费者为GAS支付几十亿到上百亿美金的费用，这就是公链的营收。假如年收入100亿，5%的国债收益率，给20倍PE，就是2000亿市场，10倍PE就是千亿市场，50倍PE就是5000亿，所以这就是公链市场庞大的根本。

比如，现在TRX上的USDT发行量达600亿从而占据整个USDT市场的半壁江山，我看了下23年TRX全年的收入大概4-5亿美金，其中75%都是USDT转账收入，也就是4亿美金的利润，假如我们给20倍PE，估值80亿的TRX是合理的，当然这不是重点，重点是，未来十年这个数据能扩大十倍么还是远不止十倍？SOL发力的支付/开放性金融能抢占多少未来增量市场份额？扯远了，我们对扩张性话题在此不做进一步延展。

你要明白，我只是试图阐述为什么公链市场庞大，即我只是阐述了你愿意为GAS费买单这个已经存在的现象，我并没有进一步更深入到，你为什么要支付GAS以及为什么将来会有更多的人来付GAS。转账支付的需求？暴富的需求（屯GAS）？娱乐的需求（为某个DAPP付费）？交易币币/大宗商品/股票/SWAP万物的需求？要知道假如将来没人为GAS费买单，公链市场就不存在了。

所以现在很多时候看到一些花里胡哨的名词，不知道币圈是发展早期的原因还是不好落地不好具像化的因素，宣传的都是一些让普通人很难理解的抽象词汇：可扩展性，ZK技术，L2，UTXO，链抽象，模块化，同态加密，并行EVM等等，因为个人没有早期参与互联网发展，所以直到后来我才知道模块化/单体链这些词汇都源于互联网技术，但是你在互联网领域很少有人提及，反而在币圈被一而再的当作重点宣传，我现在对叙事这些词汇很抵触，基本上就是熟悉基本概念后直接追问：这项技术，能给我带来多少营收？从而能让我产生多少利润用来回购？不然你的技术的市场契合度在哪？我可以支持基础技术/基础学科的长期深耕，但是告诉我需要多久能获得清晰的商业模式？二年十年还是二十年？未来如何增大营收GAS以及谁能占据头部市场份额这些更复杂的问题才是你考虑的重点，虽然我已经选出 $SOL 。

因此，既然公链是一个有营收有现金流有利润的产物，就确定了其商业模式是清晰的，是有出路的，剩下的，就是你要抉择如何扩大营收提高市占率降低成本等等符合商业发展路径的举动。

币圈很多项目是没有商业模式的，就是他自己也不知道如何赚钱，世界五百强到现在存活率只有3％，投资就是能不能找到这3％的项目并长期持有，很多投资理念非常简单，但是践行起来非常困难，币圈未来几万个项目，看不清价值如何投资？认真点，投资呢。

俟河之清，人寿几何？少弄点故弄玄虚不切实际，多脚踏实地，不然留给你的时间不多了。