

链上 Pre-IPO：定价权迁移到链上，「价值税」归谁

链上 Pre-IPO · 定价权迁移到链上，「价值税」归谁 —— 永续 × 预测市场 × 代币化股权，与可投性错配

链上 Pre-IPO 的定价权迁移是真实的——SpaceX 自己都弃用百年询价区间、固定价 \$135、把约 30% 份额直分零售；链上永续在上市前就把价格「发现」出来（Cerebras 链上 VWAP \$354.54 vs 实际开盘 \$350，误差仅 1.3%）。但三点必须冷静：① 这是平行验证不是取代——\$135 仍由承销团定，链上价是 shadow price；② 「价值税」归卡口不归终端——炒作 app (Ventuals) 已关停，活下来的是「交易场所 / 预言机喂价 / 代币化发行」三层卡口；③ 可投性错配是本主题的核心矛盾——最准的价格发现（预测市场 Polymarket/Kalshi）、最强的发行轨道 (xStocks)、价格发现发生地 (Hyperliquid HIP-3) 要么私有不可投、要么是代币不在美股 universe。真正四特征全中、又能买的纯卡口只有一个：Securitize (经 CEPT SPAC 上市) ——BlackRock BUIDL 的转让代理、资产服务费同比 +201% 且 recurring。其余美股标的 (COIN/ICE/CRCL/HOOD/BLK) 多是入口或 beta，Pre-IPO 占其收入极小。结论：这是一条真主题，但能下注的卡口只有「一个半」，最性感的那块（预测市场）恰恰买不到。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 6 月 股价 / PE / 市值取自 2026-06-18 实时行情 API; 代币价取 CoinGecko 同日。评级 ● 受益且可配 / ● 受益但有硬伤·中性 / ● 承压·题材搭车·回避。

一、投资要点

一句话框架：未上市独角兽（SpaceX/OpenAI/Anthropic）的定价权正从承销商/私募市场迁移到链上——但「价值税」归卡口、不归炒作；而最纯的卡口，大多买不到。

- 迁移是真的**：SpaceX 这次 IPO 弃用百年询价区间、固定价 \$135、把约 30% 份额直分零售平台（传统 90%+ 给承销团机构客户）。链上永续更是在上市前就把价格「发现」出来——Cerebras 链上 VWAP \$354.54 vs 实际开盘 \$350（误差 1.3%，而承销商定价仅 \$185）。
- 但是平行验证，不是取代**：SpaceX 的 \$135 仍由 Goldman 领衔的承销团定，链上价（永续 ~\$155、预测市场众数命中 \$135）是 **shadow price / 影响**，不是把承销商架空。把「影响」写成「取代」是方向性夸大。
- 「价值税」归卡口、不归终端**：终端炒作 app（Ventuals, OpenAI/Anthropic 永续发行方）已于 6 月关停；活下来的是三层卡口——但每一层都有硬伤：场所层的成交量税被 CEX 抽走、喂价层在 Pre-IPO 这块根本用不上、发行层才是真瓶颈。
- 核心判断**：真正四特征全中、又能买的纯卡口只有一个——**Securitize（经 CEPT SPAC 上市）**，BlackRock BUIDL 的转让代理、资产服务费同比 +201% 且 recurring。其余美股可投标的（COIN/ICE/CRCL/HOOD/BLK）多是「入口」或「beta」，Pre-IPO 占其收入极小。
- 可投性错配 = 本主题最大矛盾**：最准的价格发现（Polymarket/Kalshi 预测市场）、最强发行轨道（xStocks）、价格发现发生地（Hyperliquid HIP-3）——**要么私有不可投、要么是代币不在美股 universe**。最性感的那块恰恰买不到。

卡口层	谁在收税	可投性	研究部判断
价格发现场所	Hyperliquid HIP-3（费→回购销毁 HYPE） / Binance·OKX（抽走成交量税）	● 代币 / 未上市	创新在 HL，钱在 CEX；HL 仅占 8% 成交
预言机喂价	Chainlink·Pyth	● 代币	Pre-IPO 永续自有订单簿即 oracle ，喂价层在这块用不上
代币化发行/转让代理	Securitize / xStocks (Kraken)	● SECZ 可投	唯一四特征全中的真瓶颈
结算货币	Circle (USDC)	● CRCL	美元水管，利率敏感
合规入口/分销	COIN / HOOD / ICE / IBKR	● 可投	beta + 期权，Pre-IPO 占比小

二、SpaceX 测试案例：定价权怎么迁移的

2026-06-12, SpaceX 以代码 **SPCX** 登陆 Nasdaq——这是史上最大 IPO (募约 **\$750 亿**、隐含估值约 **\$1.77 万亿**), 更是一场承销流程的实验:

- **弃用询价区间**: 6-02 直接固定价 **\$135**, 不走传统 bookbuilding 的价格区间。
- **把散户抬上桌**: 约 **30%** 份额直分 Robinhood/Fidelity/Schwab 等零售平台 (传统 IPO 90%+ 进承销团机构客户)。
- **链上先行定价**: 上市前数周, SPCX 永续就在链上交易——跨场聚合 VWAP \approx **\$155** (较 \$135 溢价约 15%), 未平仓 OI $>$ **\$250M**、累计成交约 **\$2.7B**; 首日收 **\$160.95 (+19%)**, 现价约 \$192 (6-18)。

链上价格发现到底准不准? 三个样本, 结论是「方向对、噪声大」:

标的	链上信号	实际	偏差
Cerebras (CBRS)	开盘前 1h 永续 VWAP \$354.54	开盘 \$350 (承销定价仅 \$185)	1.3% (极准)
SpaceX (SPCX)	永续 VWAP \sim \$155 / 预测市场众数命中 \$135	定价 \$135 / 首日收 \$160.95	永续含 +15% 溢价
Quantinuum (QNT)	永续 \sim \$90 (\sim 80% 溢价)	最终定价 \$60 / 首日收 \sim \$60 走平 / 次日破发	永续大幅虚高

研究部判断: 链上永续在「方向」上领先且常常很准 (Cerebras 误差 1.3%), 但它本质是**带杠杆的估值观点**, 上市前缺乏向现货收敛的套利机制, 含杠杆/稀缺溢价噪声 (Quantinuum 即虚高 80%)。定价权迁移是真的, 但当前是「承销商参考链上信号 + 自愿让出零售份额」, 不是承销商被架空。

三、三套定价机制：各定价一个不同的问题

机制	定价的是什么	龙头	体量	硬伤
永续合约	带杠杆的估值观点	Hyperliquid HIP-3 / Binance / OKX	累计成交 \sim \$2.94B	杠杆/稀缺溢价噪声, 缺收敛套利
预测市场	事件概率 (估值/上市日期)	Polymarket / Kalshi	累计 \sim \$40.6M (永续的 1/75)	体量小; 龙头私有不可投
代币化股权	经济权益索取	PreStocks / Jarsy / xStocks	现货 Pre-IPO TVL 仅 \sim \$33.3M	发行方一句「否认」即击穿

最准的反而是体量最小的预测市场: SpaceX 收盘市值的众数 bracket 精确命中 \$135; 但它累计只有 \$40.6M、是永续的 1/75。

代币化股权层的结构性硬伤: 2025-08 OpenAI/Anthropic 发出 void 声明 (经 SPV 出售的股权敞口属未授权转让、可致底层股权作废), 48 小时内该板块 TVL 暴跌 **22.5%** (\$28.7M→\$22.3M)。这一层的定价权其实仍在发行方手里——公司不背书, 代币就是「无授权的合成敞口」, 只给价格敞口、不含投票/分红/法律索取权。

存量 vs 流量 (防口径陷阱): 代币化股票链上累计交易额 2026-06 首破 **\$200 亿**, 但这是历史累计线——近 30 天真实成交仅约 **\$43 亿**, 把累计当月度会放大约 4.6 倍。价值「流量」93-97% 在 Solana, 而 RWA 资产「存量」>60% 在以太坊。Pre-IPO 现货 TVL 更只有 \$33.3M (million 级), 与花旗 8.2 万亿 / a16z 30 万亿的 **2030E 最高 TAM** 差六个数量级——后者是「被代币化的资产规模上限」, 不是今天的收入。

四、价值税归谁：三层卡口 + 真瓶颈四特征

4.1 交易场所层：创新在 Hyperliquid, 钱被 CEX 抽走

- **价格发现的事实发生地是 Hyperliquid HIP-3:** 第三方 (TradeXYZ/Ventuals) 质押 50 万 HYPE (现值约 \$35.7M) 部署永续, 协议抽 50% 费 → 全部流入 Assistance Fund **回购销毁 HYPE** (HIP-3 费率为标准市场 2 倍)。TradeXYZ 占 HIP-3 成交 >90%, SpaceX 永续占全部 Pre-IPO 永续成交 67%。
- **但成交量税被中心化交易所抽走:** 按全永续累计成交口径, Binance 占 **56.9% (\$1.68B)**、OKX **24.9% (\$734M)**、Hyperliquid 仅 **8% (\$237M)**。即「价格发现创新在 HL/HIP-3, 原始成交量税被 CEX 收走」。
- **可投性:** HYPE 是代币 (非美股 universe); Binance/OKX/TradeXYZ 不可投。

4.2 预言机喂价层：在 Pre-IPO 这块, 恰恰用不上

- **Chainlink (LINK) 是代币化现货资产的喂价事实标准:** Tokenized Equity Feeds (24/5) + Proof-of-Reserve + CCIP, 2,672 个集成 (含 Swift/DTCC/Fidelity/UBS), DTCC 计划 2026 Q4 集成做代币化抵押品 24/7 清结算。Pyth (PYTH) 更贴永续 (机构数据、低延迟)。
- **真瓶颈四特征的两个致命缺口:** ① **收入兑现极差**——Chainlink 年化协议费仅约 **\$54.5M**, 与 \$110B 的担保总值 (TVS) 极不成比例, 定价权远未兑现到收入; Pyth Pro 机构订阅 ARR 才刚过 **\$1M** (\$500M 是「拿下市场数据 1% TAM」的最高口径, 不是现实)。② **Pre-IPO 永续根本不用外部喂价**——SpaceX 的 SPCX (Trade.xyz) mark price **完全来自自有内部订单簿** (市场本身即 oracle 直到 IPO), Ventuals 又已关停。所以「谁发行 Pre-IPO 都要用预言机」这条在**最纯的 Pre-IPO 这块不成立**。

4.3 代币化发行 / 转让代理层：这里才是真瓶颈

发行 / 托管 / 转让代理是「资产怎么合规上链、谁记名、谁清结算」的卡口。这一层四特征命中度最高, 且有一个可投的纯玩家。

研究部判断: 把三层叠起来看——价格发现 (场所) 创新但收不到税、喂价 (预言机) 在 Pre-IPO 用不上, 真正既卡得住、又能兑现到 recurring 收入的是**发行 / 转让代理层**。这与「卖铲子要卡中游、别卡最显眼的位置」是同一条规律。

五、唯一可投的真瓶颈: Securitize (CEPT → SECZ)

维度	数据
上市路径	经 Cantor Equity Partners II (CEPT) SPAC 上市, 并购后代码 SECZ (Nasdaq), pre-money 约 \$1.25B
Q1'26 营收	\$19.48M (+39% YoY) 创纪录
资产服务费	\$8.34M (+201% YoY, recurring) ——随 AUM 复利的真护城河
代币化 (发行) 收入	\$11.14M (-1%, 已停滞) ——增长全靠服务费
卡位	BlackRock BUIDL (AUM ~\$2.5B、累计分红已破 \$100M) 的转让代理; Hamilton Lane/Apollo 等资管巨头上链的转让代理; NYSE 首个数字转让代理设计伙伴; BlackRock 战略持股 + 董事会席位

真瓶颈四特征——四条全中: ① SEC 注册转让代理 + 链上原子结算资质极稀缺 (供需失衡); ② FINRA/SEC 牌照 + 与 BlackRock 深度绑定、迁移成本极高 (替代不易); ③ 资产服务费 +201%、随 AUM 复利、recurring (定价权兑现到收入); ④ 100% 业务即代币化 (上链增量是主驱动)。

研究部判断: 这是全报告**唯一四特征全中、且公开可投的纯卡口**——卡死「场所与发行之间」的清结算口。但要扣两分: ① **SPAC 路径**——pre-money \$1.25B 对应 2026E 营收约 \$110M, 约 11x P/S 偏高; ② 代币化 (发行) 收入已停滞, 增长高度依赖服务费这一条腿; ③ SPAC 解禁 / 摊薄压力。定位**甜蜜层、小仓位、待 deSPAC 完成与解禁窗口**, 不在 SPAC 溢价高位追。

六、可投性错配 (核心矛盾) + 三梯队

这个主题最反直觉的地方: **最纯的卡口几乎都买不到**。

- 最准的价格发现 = **预测市场** (Polymarket 累计占比 96%; Kalshi 2026-05 完成 \$1B F 轮、估值 **\$22B**、占美受监管预测市场 >90%) ——**两家龙头均私有, 不可直投**。
- 价格发现发生地 = **Hyperliquid HIP-3**——是代币, 不在美股 universe。
- 最强发行轨道 = **xStocks (Kraken 收购 Backed)**, 累计交易 >\$25B、8 万+ holder——**未上市**。

三梯队:

- 第一梯队 · 真卡口且可投 (小仓位): SECZ (唯一四特征全中)
- 第二梯队 · 入口 / 货币 / 期权 (观察): COIN、CRCL、ICE (Polymarket 间接)、HOOD
- 第三梯队 · 代币代理 / beta / 搭车 (仅监控或回避): HYPE·LINK·ONDO·PYTH (代币, 非美股)、BLK·IBKR·GLXY (beta / 淘金者非卖铲者)
- 监控位 (盯 IPO): Polymarket (借 ICE 间接)、Kalshi、xStocks (Kraken)、TradeXYZ、Backed

七、投资含义与受益标的

股价 / PE / 市值取 2026-06-18 实时 API; 代币价取 CoinGecko 同日。市值单位: 十亿美元。

#	标的	现价	PE	市值 (\$B)	卡位层	评级	一句话
1	CEPT (→SECZ) Securitize	\$11.89	—	0.36*	发行/转让代理	🟢 甜蜜	唯一四特征全中可投纯卡口 · BUIDL 转让代理 · 服务费 +201% · SPAC 估值偏高
2	COIN Coinbase	\$164.92	60.4	43.5	合规入口+Base 结算	🟡 甜蜜	最干净合规入口 · 6/16 一口气发 21 产品含代币化股票/Pre-IPO 永续 · 占比小
3	CRCL Circle	\$80.59	36.2	21.5	结算货币(USDC)	🟡 甜蜜	链上 Pre-IPO 的美元水管 · DTCC 工作组 · 利率敏感 (已入池)
4	ICE Intercontinental	\$134.59	19.6	76.1	交易所 +Polymarket 期权	🟡 观察	唯一可借上市公司沾 Polymarket (投入 ~\$1.6B) · 防御压舱 · 敞口被稀释
5	HOOD Robinhood	\$105.20	51.1	94.7	散户分销入口	🟡 观察	SpaceX 30% 零售直分 · 欧盟代币化先发 · 发行方「否认」硬伤
6	HYPE Hyperliquid (代币)	\$71.47	—	15.9	价格发现场所/HIP-3	🟡 观察	价格发现事实发生地 · 费→回购销毁 · 但份额 8% · 非美股 · 高反身性
7	LINK Chainlink (代币)	\$8.00	—	5.8	喂价/PoR/CCIP	🟡 观察	代币化现货喂价事实标准 · DTCC · 但收入兑现差 · Pre-IPO 永续用不上
8	ONDO Ondo (代币)	\$0.361	—	1.8	代币化美股发行龙头	🟡 观察	代币化美股 ~60-70% 份额 · 但名义 TVL ≠ 收入 · 定价权弱 · 不归属代币
9	PYTH Pyth (代币)	\$0.038	—	0.3	低延迟喂价	🟡 观察	最贴 Pre-IPO 永续喂价 · 但 ARR 仅 \$1M · SpaceX 自有订单簿不用外部喂价
10	BLK BlackRock	\$1057.38	26.6	172.2	代币化资管 (BUIDL)	🔴 基础	是淘金者非卖铲者 · 数字资产业务季度仅 \$42M · 买大盘资管 beta
11	IBKR Interactive Brokers	\$95.09	40.8	161.3	预测市场入口	🔴 观察	预测市场聚合入口 (ForecastEx) · 占比极小 · 买券商 beta
12	GLXY Galaxy Digital	\$33.04	353.1	12.9	全栈加密	🔴 观察	tokenization 敞口稀释 · Q1 净亏 \$216M · 非卡口纯玩家

*CEPT 市值为 SPAC 壳现值, deSPAC 后按 Securitize pre-money ~\$1.25B 计。代币 (HYPE/LINK/ONDO/PYTH) 为加密资产、不在美股 universe, 仅作卡口监控。

姿态 (接回美股框架): 链上 Pre-IPO 与已发布的 stock-tokenization-vs-altcoins / ai-agent-payments-stablecoin-chokepoint-2026-06-18 同属「AI/资产上链的钱流卖铲子」补充层。

- 小仓位押唯一真卡口: CEPT/SECZ——待 deSPAC 完成 + 解禁窗口, 不在 SPAC 高溢价追。
- 入口 + 货币 beta: COIN (已入池) + CRCL (已入池) ——加密主流化 + 链上结算的合规底座。
- Polymarket 间接期权: ICE——现金流压舱 + 预测市场龙头的唯一上市通道。
- 仅监控 (代币/未上市): HYPE/LINK/ONDO 代币 + Kalshi/Polymarket/xStocks IPO。
- 回避: BLK/IBKR/GLXY (beta / 淘金者)。

八、风险提示

#	风险	说明
1	「迁移」被夸大成「取代」	SpaceX \$135 仍由承销团定, 链上价是平行验证; 当前是承销商参考链上信号 + 自愿让零售份额, 非被架空
2	发行方「否认」击穿代币化股权	OpenAI/Anthropic void 声明 48h 抹去 22.5% TVL; 只要公司不背书, 代币化 Pre-IPO 就是无授权合成敞口, 定价权仍在发行方手里
3	可投性错配 (最大)	最准的预测市场 (Polymarket/Kalshi)、发行轨道 (xStocks)、发生地 (HIP-3) 均私有/代币不可直投; 二级只能买间接代理
4	名义量 ≠ 真实收入	代币化股票累计 \$200 亿但近 30 天仅 \$43 亿; Chainlink TVS \$110B 但年化费仅 \$54.5M; 勿把 TVS/累计量当收入
5	监管不确定	SEC 已撤回原定 5 月的代币化股票「创新豁免」(交易所反对), 无新时间表; CFTC 就预测市场起诉 6 州、第三巡回上诉在审
6	SPAC 路径风险 (SECZ)	pre-money \$1.25B ≈ 11x P/S 偏高; 代币化收入已停滞; 解禁 / 摊薄压力
7	永续/代币价高反身性	HYPE/LINK/ONDO/PYTH 与叙事强相关、波动极大; 价值税未必真能收到代币持有人

九、数据口径与冲突

- 永续份额两套口径: 全永续累计成交 Hyperliquid 仅 8% (Binance 56.9%/OKX 24.9%); 但 HIP-3 内部 TradeXYZ >90%。「HIP-3 内份额」≠「全市场份额」。

- **预测市场份额口径**: Polymarket 占 (全球/加密原生) 成交 96%; Kalshi 占**美国受监管**预测市场 >90%——分母不同, 不矛盾。
- **Chainlink「\$75M」更正**: 网传 \$75M 年费系把 **\$75B TVS (担保总值)** 误读为收入; 实际年化协议费约 \$54.5M (DeFiLlama)。
- **ICE 对 Polymarket 投入更正**: 累计约 **\$1.6B** (2025-10 \$1B 优先股 + 2026-03 \$600M, 承诺上限 ~\$2B); 非外传的 \$6B (疑把 \$600M 放大 10 倍)。
- **代币化股权层在 Solana** (PreStocks/Jarsy), 非 Base; Pre-IPO 现货 TVL ~\$33.3M 仅指该细分, 勿与含已上市股的代币化股票盘子 (近 30 天 \$43 亿) 混淆。
- **void 声明时点**: OpenAI/Anthropic 的 void 声明首发于 **2025-08** (常青政策页), 事件本身非 2026-06。

涌现资本产业研究部 · 机构中性 · 本文为产业研究, 不构成投资建议。市场有风险, 投资需谨慎。股价取 2026-06-18 实时行情 API。© Emergence Capital