

区块链

Coinbase 上市：里程碑与新起点

2月25日，加密资产交易所 Coinbase 公布 S-1 文件，其 A 类股将在纳斯达克全球精选市场直接上市（不发行新股），代码为“COIN”。作为加密货币行业里程碑式的事件，本报告讨论了交易所商业模式和 Coinbase 的优势、挑战。

Coinbase 将成为第一个登陆“传统”资本市场的加密资产交易所。我们认为，Coinbase 上市是 2019 年比特币矿机公司嘉楠科技（CAN.O）上市后，加密资产史上又一里程碑和新起点，是 2 万亿美元加密资产行业蓬勃发展的最新注脚，将推动加密资产世界与“传统”世界的进一步融合。

加密货币交易所是什么？——证交所+券商+SEC+银行+期货公司+创投。与“传统”证交所相似，加密资产交易所主要功能是撮合交易（包括法币与币币交易），但提供的服务更多样，角色更丰富。例如，币安（Binance）、火币、OKEx 三大头部交易所提供存贷款、托管、衍生品交易等服务，承担了传统证券市场银行、证券公司、期货公司等角色，还提供承揽承销（IEO，首次交易所发行）、挖矿（流动性挖矿、矿池）等加密资产世界的特有服务。除此之外，近年来去中心化交易所（DEX）迅猛发展，用智能合约搭建了自动做市商策略，以交易为核心，将更多的金融行为映射到加密货币世界，进一步构筑 DeFi 生态。

Coinbase 累计促成 4560 亿美元交易，托管 900 亿美元加密资产。成立至今，Coinbase 直接集成了超过 15 个区块链协议，支持超过 90 个用于交易或托管的加密资产，拥有 4300 万零售用户和 7000 万机构用户；Coinbase 累计交易规模为 4560 亿美元。其中，2020 年 Coinbase 加密资产交易量为 1930 亿美元，同比增长 142%。其中，BTC（比特币）、ETH（以太坊）和其他加密资产在 Coinbase 整体交易量中的占比分别是 41%、15%、44%。截至 2020 年 12 月 31 日，Coinbase 代表客户持有的法定货币与加密资产总价值为 903 亿美元，较 2019 年增长 432%，其中加密资产总价值 868 亿美元，占加密市场总市值 11%。

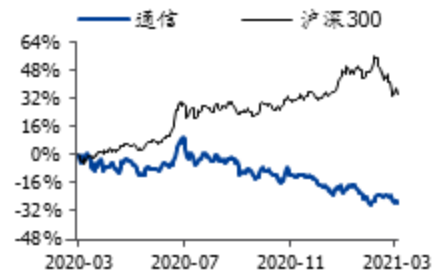
2020 年营收 13 亿美元，净利润 3.2 亿美元，交易费为主，毛利率约 85%。从成立到 2020 年 12 月 31 日，公司总收入超过 34 亿美元，其中，交易费占净收入的 96%以上。2020 年和 2019 年，公司总收入分别为 13 亿美元和 5.3 亿美元，净利润分别为 3.2 亿美元和 -3040 万美元，调整后的 EBITDA 分别为 5.3 亿美元和 2430 万美元。公司营业收入结构较为稳定，2019Q1~2020Q4 营收中的 81~92%来自交易业务，2~7%来自订阅和服务费，4~15%来自其他业务。其中，交易业务收入规模与比特币和加密资产行情正相关。另外，交易业务的毛利率稳中有升，2020 年均在 85%以上。

未来规划：提高加密资产对传统世界的渗透率，布局 DeFi 项目，应对去中心化交易所挑战。Coinbase 最大的优势在于合规化，其拥有纽约州 BitLicense 和有限目的信托牌照，在美国多个州拥有 MSB 牌照，还拥有英国与爱尔兰央行的数字货币服务牌照，提供法币入金和币币交易服务。但相比于币安、火币、OKEx 等交易所而言堪称“保守”，未发行平台币、无 IEO（首次交易所发行）、无矿池业务。除了面对上述中心化交易所的激烈竞争，2020 年以来，Coinbase 还要应对 Uniswap、Curve 等去中心化交易所的崛起。它们交易透明、开源、无需用户托管资产，获得了相当一部分社区用户的青睐。其中，Uniswap 2018 年上线，代币流通市值已超 170 亿美元。为此，Coinbase 也布局了 Compound 等诸多 DeFi 项目，后势可期。

风险提示：币价波动，监管收紧。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiaji@gszq.com

分析师 任鹤义

执业证书编号：S0680519040002

邮箱：renheyi@gszq.com

研究助理 孙爽

邮箱：sunshuang@gszq.com

相关研究

- 1、《区块链：频频“出圈”的 NFT：链接真实世界的入口》2021-03-15
- 2、《通信：电信回 A，联通回购，运营商后市怎么看？》2021-03-14
- 3、《通信：中国电信回 A 上市，运营商战略级投资机遇来临》2021-03-10



内容目录

1. Coinbase 是一家怎样的公司？	4
1.1 诞生于美国特拉华州的加密资产巨头	4
1.2 关键经营数据：累计交易规模 4560 亿美元，托管资产 900 亿美元	4
1.3 关键业绩数据：2020 年营收 13 亿美元，净利润 3 亿美元	5
1.4 股权结构：创始人兼 CEO 拥有 22% 投票权	5
1.5 高管与董事会成员履历：硅谷“巨头”与法律合规背景深厚	6
1.6 主营业务与产品：交易费为主，毛利率约 85%	8
1.6.1 交易服务产品	8
1.6.2 订阅与服务产品	9
1.7 发展规划：更多产品、更多币种、更多客户	12
2. 加密资产交易所是一门怎样的生意？	13
2.1 加密资产交易所简史	13
2.2 加密资产交易所：证券交易所+券商+SEC+银行+期货公司+创投	14
2.3 加密资产交易所的风险	15
3. Coinbase 面临哪些挑战？	15
3.1 来自 CEX 对手的竞争压力	16
3.1.1 操作界面和支持产品	16
3.1.2 加密资产市场生态参与方式	18
3.2 来自 DEX 的降维打击	18
4. Coinbase 上市的意义：加密世界里程碑，行业合规助推剂	22
5. 关于估值的思考	24
5.1 交易所平台币市值具有一定的参考价值	24
5.1.1 平台币市值/交易所收入、平台币市值/交易所交易量具有一定参考意义	24
5.1.2 平台币不同于股票，无法完全体现股权价值	26
5.2 应当在合规、品牌效应和投资布局等方面给予 Coinbase 一定溢价	27
附：Coinbase 最大亮点——合规（相关牌照梳理）	28
BitLicense 牌照	28
MSB 牌照	29
其他牌照	30
风险提示	30

图表目录

图表 1: Coinbase 支持交易超过 45 种加密资产，支持托管超过 90 种加密资产	4
图表 2: 比特币行情（货币单位：美元；经过 Log 函数调整）	5
图表 3: 标普 500 指数与加密市场在 2020 年相关性增强	5
图表 4: Coinbase 业绩（2019~2020，货币单位：亿美元）	5
图表 5: Coinbase 业绩（2019Q1~2020Q4，货币单位：亿美元）	5
图表 6: Coinbase 投票权占比（2021.1.31）	6
图表 7: Coinbase 高管团队与董事会成员履历（2021.1.31）	6
图表 8: Coinbase 产品页面（面向零售用户的“投资”产品）	8
图表 9: Coinbase Pro 交易费率（2021.3.8）	9
图表 10: Coinbase 产品详情	10
图表 11: Coinbase 各业务开展时间	11

图表 12: Coinbase 产品线种类.....	11
图表 13: Coinbase 营收构成 (2019~2020)	11
图表 14: Coinbase 交易业务毛利率 (2019~2020)	11
图表 15: Coinbase 验证用户 (Verified Users) 稳步提升.....	12
图表 16: Coinbase 月交易用户数 (MTUs) 与加密资产波动指数.....	12
图表 17: Coinbase 交易量与加密资产波动指数.....	12
图表 18: Coinbase 加密资产托管量与加密资产波动指数.....	12
图表 19: 加密资产交易所比传统证券交易所提供的服务更为多样.....	14
图表 20: 使用 BNB 在币安交易可或交易费优惠 (2021.3.9 数据)	15
图表 21: coinbase 首页.....	16
图表 22: coinbase pro 市场信息.....	16
图表 23: 币安首页.....	17
图表 24: Kraken 首页	17
图表 25: Coinbase、币安、Kraken 三大交易所品种数量对比.....	17
图表 26: Coinbase、币安、Kraken 三大交易所 24 小时交易量 (亿美元。2021 年 3 月 3 日统计)	17
图表 27: 币安交易所的金融业务.....	18
图表 28: DeFi 锁仓规模.....	19
图表 29: DeFi 锁仓规模 TOP10, 交易所占 6 席.....	19
图表 30: 2020 年 Uniswap 交易规模持续快速增长.....	20
图表 31: 2020 年 Uniswap 流动性数据.....	20
图表 32: Coinbase 订单簿模式.....	21
图表 33: 基于 AMM 的 Uniswap 没有订单簿.....	21
图表 34: CEX 与 DEX 的模式区别.....	21
图表 35: 全球 36 家公司持有超 572 亿美元的比特币 (2021.2.11)	22
图表 36: 已有多家加密资产交易所发行了平台币 (市值及其排名为 2021 年 3 月 15 日数据)	24
图表 37: 平台币市值能在一定程度上反应交易所的收入规模.....	25
图表 38: Coinbase 交易费 2019~2020 年在 0.5~0.8% 之间.....	25
图表 39: 各交易所平台币市值/交易手续费 (市值为 2021.3.15 数据)	25
图表 40: 交易所平台币市值/交易所交易量 (平台币市值为 2021.3.15 数据)	26
图表 41: HT 部分权益.....	26
图表 42: OKB 部分权益.....	26
图表 43: Coinbase Ventures 投资布局的生态项目 (部分)	27
图表 44: 持有 Bitlicense 牌照的公司情况	29
图表 45: Coinbase 在美国各州持有牌照情况.....	30

1. Coinbase 是一家怎样的公司？

1.1 诞生于美国特拉华州的加密资产巨头

Coinbase 成立于 2012 年，总部位于美国特拉华州，致力于提供**加密资产交易与托管**服务。

2014 年 1 月，Coinbase Global 成立，对 Coinbase 持股，并在 4 月成为后者的母公司。除 Coinbase 外，Coinbase Global 的子公司还包括为一家为国际客户提供法定货币支付处理服务的英国公司，以及一家纽约的信托公司。

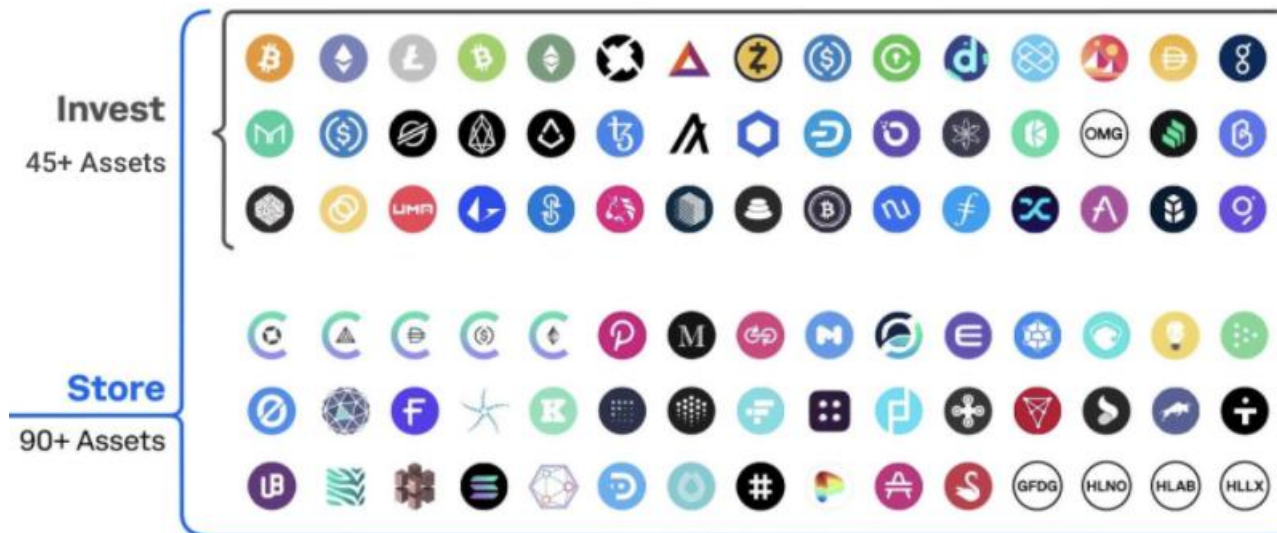
1.2 关键经营数据：累计交易规模 4560 亿美元，托管资产 900 亿美元

成立至今，Coinbase 直接集成了超过 15 个区块链协议，支持超过 90 个用于交易或托管的加密资产，拥有 4300 万零售用户和 7000 万机构用户。

➤ **交易**方面，成立至今，Coinbase 累计交易规模为 4560 亿美元。其中，2020 年 Coinbase 加密资产交易量为 1930 亿美元，同比增长 142%。

其中，**BTC（比特币）、ETH（以太坊）和其他加密资产在 Coinbase 整体交易量中的占比分别是 41%、15%、44%。**

图表 1: Coinbase 支持交易超过 45 种加密资产，支持托管超过 90 种加密资产

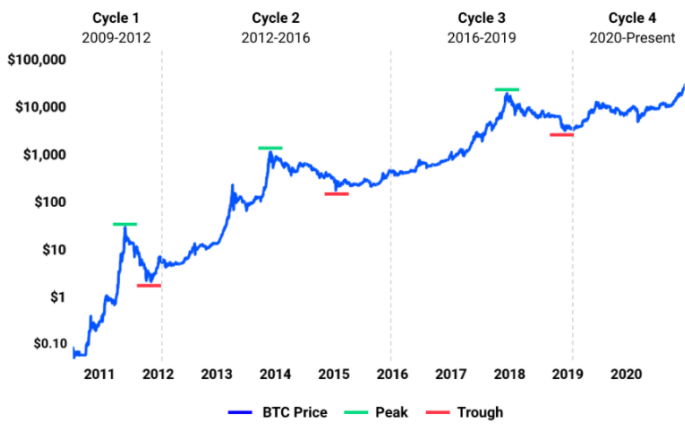


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

➤ **托管**方面，截至 2020 年 12 月 31 日，Coinbase 代表客户持有的法定货币与加密资产总价值为 903 亿美元，较 2019 年增长 432%，其中加密资产总价值 868 亿美元，占加密市场总市值 11%。

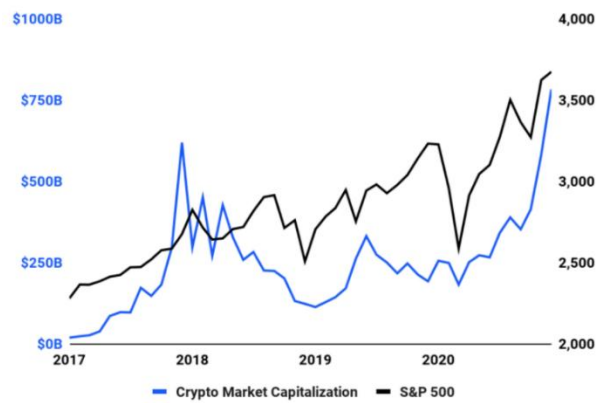
其中，**BTC、ETH 和其他加密资产分别占 Coinbase 平台资产的 70%、13% 和 13%。**

图表 2: 比特币行情 (货币单位: 美元; 经过 Log 函数调整)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 标普 500 指数与加密市场在 2020 年相关性增强



注: 蓝色线为加密资产市值 (货币单位: 十亿美元); 黑色线为标普 500 指数

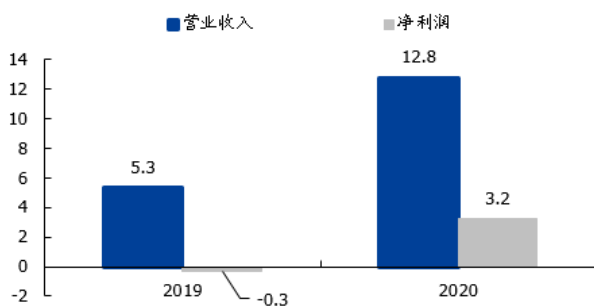
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 关键业绩数据: 2020 年营收 13 亿美元, 净利润 3 亿美元

从成立到 2020 年 12 月 31 日, 公司总收入超过 34 亿美元, 其中, 交易费占净收入的 96% 以上。

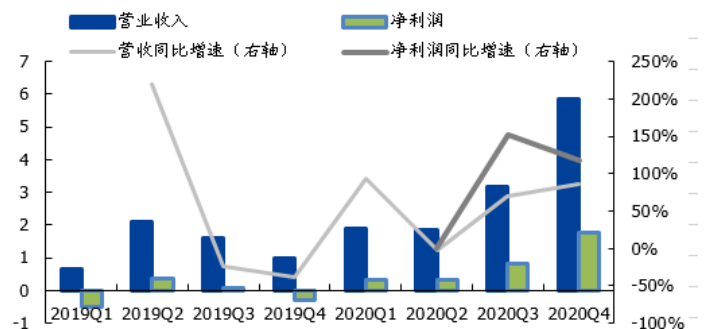
2020 年和 2019 年, 公司总收入分别为 13 亿美元和 5.3 亿美元, 净利润分别为 3.2 亿美元和 -3040 万美元, 调整后的 EBITDA 分别为 5.3 亿美元和 2430 万美元。

图表 4: Coinbase 业绩 (2019~2020, 货币单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: Coinbase 业绩 (2019Q1~2020Q4, 货币单位: 亿美元)



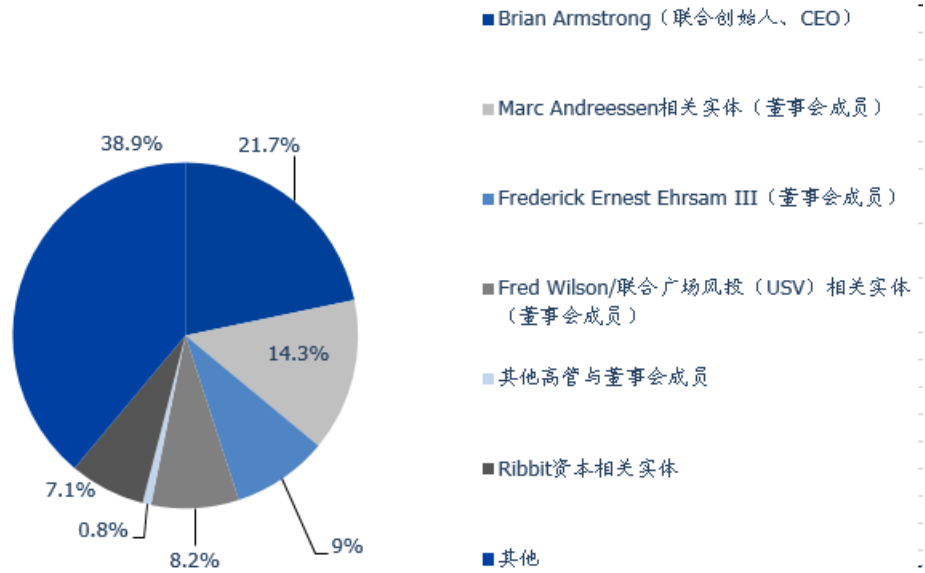
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 股权结构: 创始人兼 CEO 拥有 22% 投票权

Coinbase 有两种普通股: A 类股和 B 类股。其中, 每份 A 类股拥有 1 份投票权, 每份 B 类股拥有 20 份投票权, B 类股股东可以在任意时刻将其转换为 A 类股。2021 年 1 月 31 日当天, Coinbase 共有 22463455 股 A 类股, 168867898 股 B 类股。

其中，创始人兼 CEO Brian Armstrong 拥有 Coinbase 21.7%投票权，风险投资人、董事会成员 Marc Andreessen 相关实体拥有 14.3%投票权，董事会成员 Frederick Ernest Ehrsam III 拥有 9%投票权，风险投资人、董事会成员 Fred Wilson 相关实体联合广场风投 (USV) 拥有 8.2%投票权，上述四人合计拥有的投票权超过 50%。

图表 6: Coinbase 投票权占比 (2021.1.31)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.5 高管与董事会成员履历: 硅谷“巨头”与法律合规背景深厚

截至 2020 年 12 月 31 日, Coinbase 拥有 1249 名员工, 其中, 超过 40% 的员工承担技术、产品或设计角色。

Coinbase 创始人 Brian Armstrong 在创办 Coinbase 之前有丰富的创业经验。整体来看, Coinbase 高管团队与董事会成员多有 Facebook、Google、Airbnb、LinkedIn 等硅谷互联网公司从业背景或为著名风险投资人, 也有部分法律合规履历资深。

图表 7: Coinbase 高管团队与董事会成员履历 (2021.1.31)

姓名	职务	年龄	履历与学历
高管团队			
Brian Armstrong	联合创始人、CEO	38	Coinbase (2012.5~至今, 联合创始人、首席执行官和董事会成员)、ResearchHub (2020.1~至今, 创始人、首席执行官和董事会成员)、Airbnb (2011.5~2012.6, 软件工程师)、德勤 (2005.7~2005.11, 企业风险管理部门, 咨询师)、Universitytutor.com (2003.8~2012.5, 创始人兼首席执行官)。莱斯大学计算机科学和经济学学士、计算机科学硕士。
Surojit Chatterjee	首席产品官	46	Coinbase (2020.2~至今)、谷歌 (2017.2~2020.2, 购物产品管理副总裁)、Flipkart (2015.10~2017.2, 高级副总裁兼产品主管)、谷歌 (全球产品、移动搜索广告和 AdSense 搜索和移动搜索广告高级产品经理)、赛门铁克 (高级产品经理)。印度理工学院计算机科学与工程学士、纽约州立大学布法罗分校计算机科学硕士、麻省理工学院斯隆管理学院工商管理硕士。
Emilie Choi	总裁、首席运营官	42	Coinbase (2018.3~2019.6, 业务、数据和国际副总裁; 2019.6~至今, 首席运营官; 2020.11~

	席运营官		至今, 总裁)、华纳兄弟娱乐公司(2007.8~2009.12, 数字业务战略和运营总监以及企业业务发展和战略经理等)、 <u>LinkedIn</u> (2009.12~2018.3, 副总裁和企业发展主管)。Naspers、Prosusn.v.和ZipRecruiter 现任董事会成员。约翰霍普金斯大学经济学学士、宾夕法尼亚大学沃顿商学院工商管理硕士。
Paul Grewal	<u>首席合规官</u>	49	<u>Coinbase</u> (2020.8~至今, 首席合规官) <u>Facebook</u> (2016.6~2020.8, 副总裁兼副总法律顾问)、加州北区美国地区法院 (2020.12~2016.6, 治安法官)、 <u>Howrey LLP</u> (合伙人)、美国联邦巡回上诉法院和美国俄亥俄州北部地区法院(司法法律书记员)。全球法律服务公司 <u>Epiq Systems</u> 现任董事会成员。麻省理工学院土木与环境工程学士、芝加哥大学法学院法学博士学位。
Alesia J. Haas	首席财务官	44	<u>Coinbase</u> (2018.4~至今, 首席财务官)、雕塑家资本(2016.12~2018.4, 首席财务官)、 <u>OneWest</u> 银行 (2009.3~2015.12)。ANGI Homeservices 现任董事会成员、Sears 董事会成员 (2016.2~2016.12)。San Luis Obispo California Polytechnic State University 工商管理学士。
独立董事			
Marc L. Andreessen	董事会成员	49	<u>Coinbase</u> (2020.12~)、 <u>Andreessen Horowitz</u> (2009.7~至今, 联合创始人和普通合伙人)、 <u>Opsware</u> (前身为 Loudcloud Inc, 1999.9~2007.9, 联合创始人&董事会主席, 公司被惠普公司收购)、 <u>America Online</u> (1999, 首席技术官)、 <u>Netscape</u> (1994.4~1999.3, 联合创始人、首席技术官和产品执行副总裁, 公司被 America Online 收购)、 <u>Facebook</u> (2008.6~至今, 董事会成员)、 <u>eBay</u> (2008.9~2014.10, 董事会成员)、 <u>惠普公司</u> (2009.9~2018.4)。伊利诺伊大学香槟分校计算机科学学士。
Frederick Ernest Ehrsam III	董事会成员	32	<u>Coinbase</u> (2013.3~至今, 联合创始人和董事会成员)、 <u>Paradigm</u> (2018.6~至今, 联合创始人和管理合伙人)、 <u>Coinbase</u> (2012.11~2017.1, 总裁)、 <u>高盛</u> (2010.7~2012.6, 外汇交易员)。杜克大学计算机科学和经济学学士。
Kathryn Haun	<u>董事会成员</u>	46	<u>Coinbase</u> (2017.5~至今, 董事会成员)、 <u>Andreessen Horowitz</u> (2018.6, 普通合伙人)、 <u>斯坦福商学研究生院</u> (2017.12~至今, 讲师)、 <u>斯坦福法学院</u> (2016.1~至今, 讲师)、 <u>美国司法部</u> (2006.9~2017.5, 助理美国检察官、数字货币协调员、司法部长顾问以及国家安全助理检察长顾问)、 <u>Sidley Austin LLP</u> (2001~2006, 律师)、 <u>最高法院大法官 Anthony Kennedy</u> 助理 (2004~2005)、 <u>美国外交关系委员会</u> (终身成员)。波士顿大学国际关系学士和斯坦福大学法学院法学博士。
Kelly Kramer	董事会成员	53	<u>Coinbase</u> (2020.12~至今, 董事会成员)、 <u>思科</u> (2012.1~2015.1, 财务高级副总裁、业务技术和运营财务高级副总裁)、 <u>GE Healthcare Systems</u> 、 <u>GE Healthcare Diagnostic Imaging</u> 和 <u>GE Healthcare Biosciences</u> (未知~2012、副总裁兼首席财务官)。Gilead Sciences(2016.8~至今, 董事会成员)、 <u>Snowflake</u> (2020.1~至今, 董事会成员)、某非营利组织 (目前, 董事会)。普渡大学数学学士。
Gokul Rajaram	董事会成员	46	<u>Coinbase</u> (2020.8~至今, 董事会成员)、 <u>DoorDash</u> (2019.11~至今, 执行团队)、 <u>Square</u> (2013.7~2019.10, 部门主管)、 <u>Facebook</u> (2010.8~2013.6, 广告产品总监)、 <u>Chai Labs</u> (2007.12~2010.9, 联合创始人兼首席执行官, 公司被 Facebook 收购)、 <u>Google AdSense</u> (2003.1~2007.11, 产品管理总监)。RetailMeNot, Inc.(2013.10~2017.5, 董事会成员, 公司被 Harland Clarke 收购)、 <u>Trade Desk</u> (2018.5~至今, 董事会成员)、 <u>Pinterest</u> (2020.2, 董事会成员)、某私人控股公司 (目前, 董事会)。印度坎普尔理工学院计算机科学学士、德克萨斯大学计算机科学硕士、麻省理工学院斯隆商学院工商管理硕士。
Fred Wilson	董事会成员	59	<u>Coinbase</u> (2017.1~至今, 董事会成员)、 <u>联合广场风投 (USV)</u> (2003.6~至今, 合伙人)、 <u>Flatiron Partners</u> (1996.6~至今、管理合伙人)。Etsy (2007.6~2014.10, 董事会成员; 2014.10~至今, 董事会主席)、数家私人控股公司 (目前, 董事会成员)。麻省理工学院机械工程系学士和宾夕法尼亚大学沃顿商学院工商管理硕士。

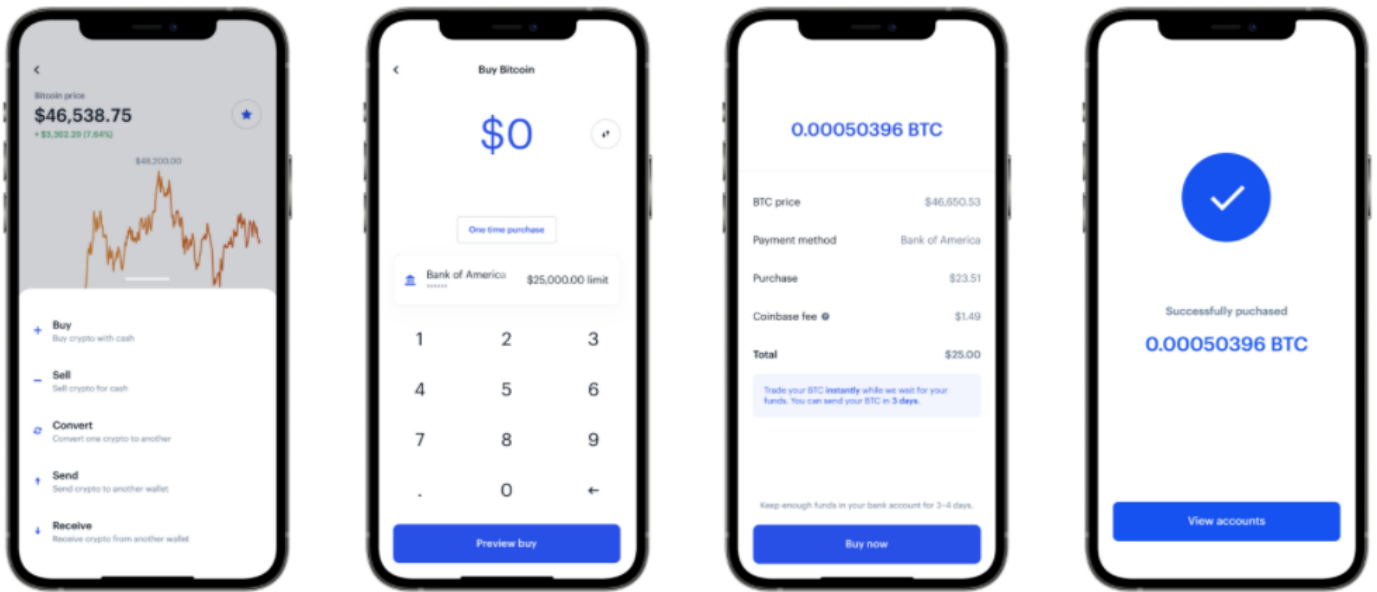
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.6 主营业务与产品：交易费为主，毛利率约 85%

Coinbase 的产品按收入类型的不同可以划分为两大类：交易服务产品、订阅与服务产品。除了这两大产品，Coinbase 的营收来源还包括：当客户在 Coinbase 存放法币时 Coinbase 将其存入银行获得的利息收入、偶尔当系统宕机或交易量不足时为了满足客户购买需求 Coinbase 出售所持有的加密资产获得的收入，以及 Coinbase 从自身拥有的现金及其等价物获得的利息收入。

1.6.1 交易服务产品

图表 8: Coinbase 产品页面 (面向零售用户的“投资”产品)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1、付款与收款 (Send&Receive)：平台内用户转账。

2、投资 (Invest)：

(1) Coinbase 提供超过 45 种加密资产与法币或加密资产的撮合交易。1) 法币交易：为超过 40 个国家的用户提供美元、欧元、英镑、加拿大元、新加坡元与加密资产之间的交易服务；2) 币币交易：为超过 100 个国家的用户提供加密资产之间的交易。

(2) 零售用户可使用钱包服务 Coinbase Wallet。机构用户可使用 OTC 交易服务。

投资产品的交易费向买卖双方收取，部分以加密资产形式收取，2020 年，这部分收入占总收入的比例为 7.4%。Coinbase 每天定期检查这部分收入的金额，如果它超过 100 美元，就把它兑换为法币，如果检查时它已经超过 5000 美元，就只把兑换为价值 5000 美元的法币。

交易费的费率可能根据交易类型和交易额有所不同。当 Coinbase 在交易服务中不拥有卖家资产的控制权，不承担库存风险时，Coinbase 是买卖双方的代理，收费基础为其撮合的买卖交易净量而非总量。

图表 9: Coinbase Pro 交易费率 (2021.3.8)

过去 30 天内的交易额(美元)	吃单费率 (Taker Fee)	挂单费率 (Maker Fee)
不到 1 万	0.50%	0.50%
1 万- 5 万	0.35%	0.35%
5 万- 10 万	0.25%	0.15%
10 万 - 1 百万	0.20%	0.10%
1 百万-1 千万	0.18%	0.08%
1 千万 - 5 千万	0.15%	0.05%
5 千万 - 1 亿	0.10%	0.00%
1 亿- 3 亿	0.07%	0.00%
3 亿- 5 亿	0.05%	0.00%
5 亿- 10 亿	0.04%	0.00%
10 亿以上	0.04%	0.00%

注: 1. 挂单(Maker)方先报价,价格匹配,后报价的吃单(Taker)方自动与挂出的委托单达成交易。2. “美元-加密资产”交易以美元计价,“加密资产1-加密资产1”以“加密资产1-美元”中的加密资产1最近的美元执行价计价。3. Coinbase Pro 比 Coinbase 更适合专业交易者,提供限价单、止损单等功能,并且交易费率更低。Coinbase 更适合首次出入金的初学者。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3、**消费 (Spend)**: 2019 年, Coinbase 与 Visa 合作推出借记卡 Coinbase Card, 底层资产为用户在 Coinbase 的加密资产。英国用户可以支持 Visa 的欧洲商户消费。原理是 Coinbase 售出用户的加密资产, 交易标价以法币列示。

1.6.2 订阅与服务产品

1、**支付 (Pay)**: 允许开发者接收来自手机加密资产钱包的支付。

2、**分销 (Distribute)**: 用户在 Coinbase 页面观看视频或其他任务, 可获客户的加密资产奖励。

3、**托管 (Store)**: 支持超过 90 种加密资产。冷钱包。

4、**存币 (Save)**: 支持美元稳定币 USDC 和 DAI。其中, 1) USDC 由 Circle 发行, 1:1 美元抵押。Coinbase 从用于 USDC 的底层资产 (美元) 中获得利息, 并将其中的一部分分给用户作为其在 Coinbase 存放 USDC 的奖励。2) 用户会在存放 DAI 的 5 个工作日内获得第 1 次奖励, 其后每日均有。存放 DAI 期间, 用户保有对 DAI 的所有权, 可随时提取。

5、**质押 (Stake)**: 为客户提供运营区块链 POS 节点所需的软硬件环境。

6、**借款与贷款 (Borrow&Lend)**: 1) 零售用户仅支持美国用户。第一个产品是期限为 12 个月的借款, 用户抵押加密资产, 获得美元贷款。2) 为符合资质的机构用户提供交易资金垫付/信贷服务, 可交易后还款。

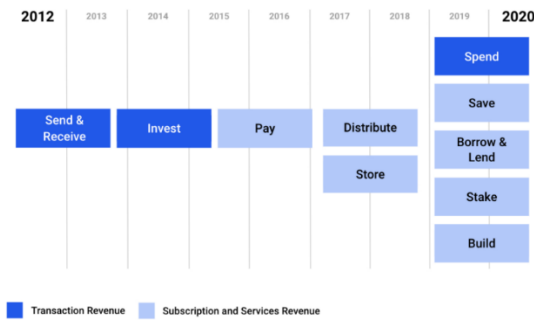
7、**赋能 (Build)**: 数据分析平台、跨链服务 Rosseta、USDC (Coinbase 与 USDC 的发行方 Circle 组建了联盟 Centre Consortium, Coinbase 支持生态合作伙伴开发基于 USDC 的 API, 例如支付 API。)

图表 10: Coinbase 产品详情

产品	业务开始时间	业务类型/收费对象	产品内容的实质	收费类型	计费基础	计费时点/周期
付款与收款 (Send&Receive)	2012、2013	零售、机构、生态合作伙伴	转账	交易费	免费(部分付款交易需支付少量可变费用)	转账时
投资(Invest)	2013、2014、2015	零售、机构	撮合交易	交易费	交易量	交易完成时
消费(Spend)	2019、2020	零售	将加密资产兑换为法币	交易费	交易额	/
支付(Pay)	2015、2016、2017	生态合作伙伴	技术开发	订阅和服务费	/	/
分销(Distribute)	2017、2018	生态合作伙伴	导流、营销	订阅和服务费(佣金)	向用户分发的加密资产量	用户获得Coinbase分发的加密资产时
托管(Store)	2017、2018	机构、生态合作伙伴	托管	订阅和服务费	托管金额	天
存币(Save)	2019、2020	零售	存币生息/奖励	订阅和服务费(利息分成) (USDC); 佣金 (DAI))	存币额	预付费
质押(Stake)	2019、2020	零售、机构	技术运维	订阅和服务费(佣金)	运营节点获得的收益	获得客户选择的区块链节点运营收益时
借款与贷款 (Borrow&Lend)	2019、2020	零售、机构	利息	订阅和服务费(利息)	借款额	预付费
赋能(Build)	2019、2020	生态合作伙伴	技术开发	订阅和服务费(订阅费)	账户数	使用服务前

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

图表 11: Coinbase 各业务开展时间



注：产品详情见报告正文。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 12: Coinbase 产品线种类

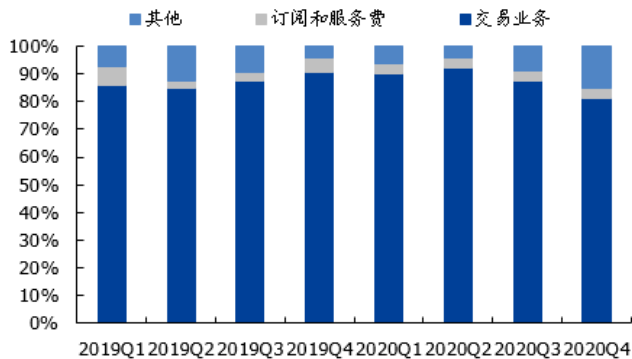
	Retail Users	Institutions	Ecosystem Partners
Transaction Revenue			
Invest	●	●	
Spend	●		
Send & Receive	●	●	●
Subscription & Services			
Store		●	●
Save	●		
Stake	●	●	
Borrow & Lend	●	●	
Distribute			●
Build			●
Pay			●

注：产品详情见报告正文。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

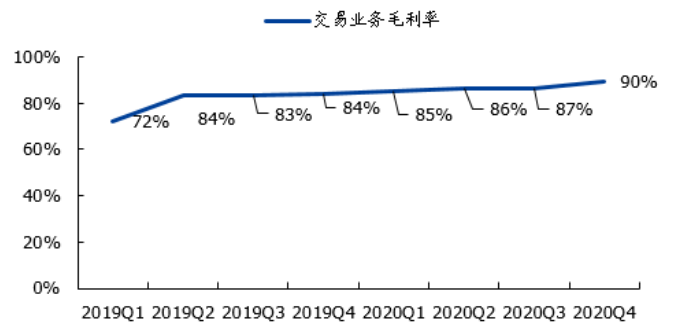
Coinbase 的营业收入结构较为稳定，2019Q1~2020Q4 营收中的 81~92%来自交易业务，2~7%来自订阅和服务费，4~15%来自其他业务。其中，交易业务收入规模与比特币和加密资产行情正相关。另外，交易业务的毛利率稳中有升，2020 年均在 85% 以上。

图表 13: Coinbase 营收构成 (2019~2020)



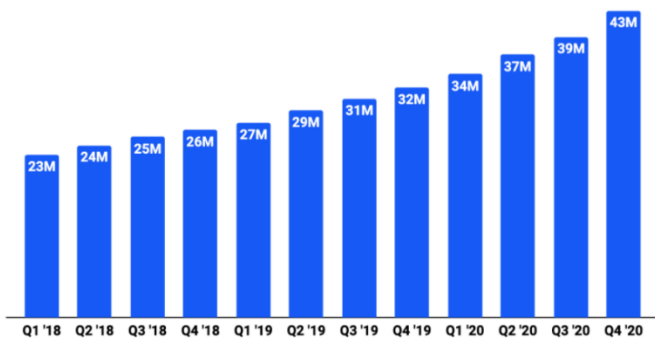
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14: Coinbase 交易业务毛利率 (2019~2020)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

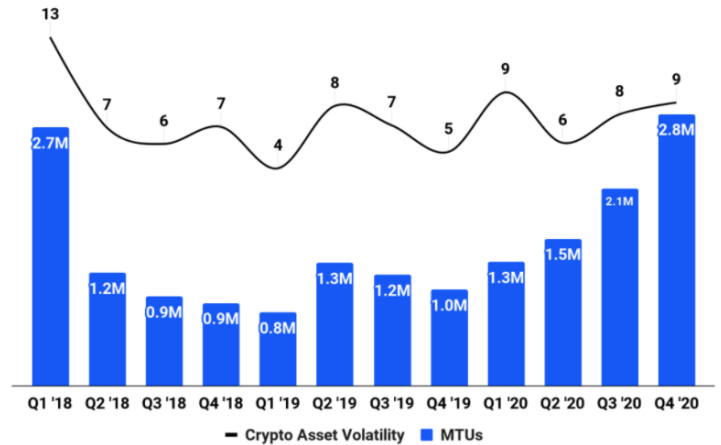
图表 15: Coinbase 验证用户 (Verified Users) 稳步提升



注: 验证用户指 Coinbase 认为对自己表达过兴趣的用户。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

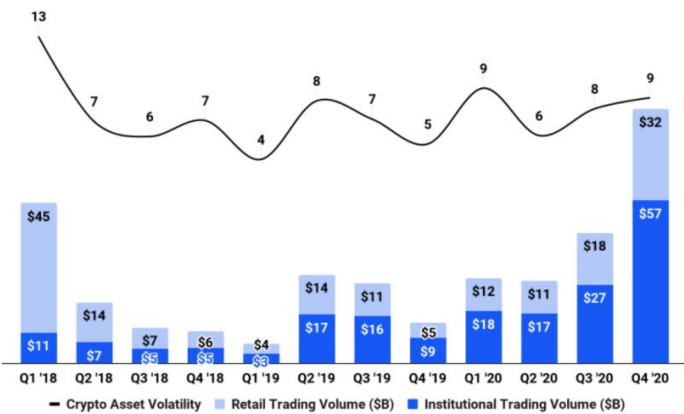
图表 16: Coinbase 月交易用户数 (MTUs) 与加密资产波动指数



注: MTU (Monthly Transacting Users), 指统计前 28 天内在 Coinbase 上主动或被动交易过至少一次的个人用户, 季度 MTU 是当季各月 MTU 的平均值; 加密资产波动指数是 Coinbase 对加密货币市场相对于前几个时期波动的内部衡量指数, 它测量的方法是每小时(使用每小时每隔 10 分钟的价格)每个加密在 Coinbase 交易的资产除以它们在适用的时间段(季度), 在各交易平台的交易份额(除了 Coinbase 平台, 还考虑 itBit、Bitfinex、Bitstamp、bitFlyer、币安美国、币安、Kraken、Gemini、Bittrex 和 Poloniex)。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

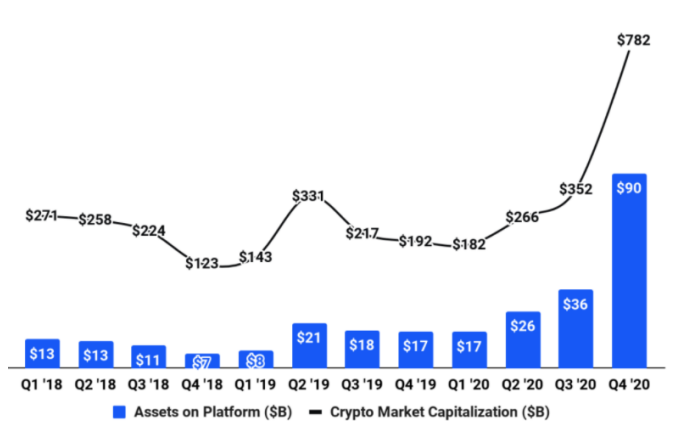
图表 17: Coinbase 交易量与加密资产波动指数



加密资产波动指数是 Coinbase 对加密货币市场相对于前几个时期波动的内部衡量指数, 它测量的方法是每小时(使用每小时每隔 10 分钟的价格)每个加密在 Coinbase 交易的资产除以它们在适用的时间段(季度), 在各交易平台的交易份额(除了 Coinbase 平台, 还考虑 itBit、Bitfinex、Bitstamp、bitFlyer、币安美国、币安、Kraken、Gemini、Bittrex 和 Poloniex)。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: Coinbase 加密资产托管量与加密资产波动指数



加密资产波动指数是 Coinbase 对加密货币市场相对于前几个时期波动的内部衡量指数, 它测量的方法是每小时(使用每小时每隔 10 分钟的价格)每个加密在 Coinbase 交易的资产除以它们在适用的时间段(季度), 在各交易平台的交易份额(除了 Coinbase 平台, 还考虑 itBit、Bitfinex、Bitstamp、bitFlyer、币安美国、币安、Kraken、Gemini、Bittrex 和 Poloniex)。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.7 发展规划: 更多产品、更多币种、更多客户

Coinbase 的上市是个里程碑, 但在快速迭代的加密货币领域, 我们认为这仅仅是个开始。通读招股书, 我们看到 Coinbase 对未来发展规划路径清晰, 总结为三个“更多”:

增加更多的客户。打通加密货币世界与互联网：与客户建立接触点，以增加产品的采用和参与度；通过强化营销实现零售用户覆盖；增加机构销售覆盖和交易运营支持，更好地服务于大型机构客户；通过有针对性的社区参与和产品开发建立生态系统关系；通过添加本地支付方式的支持，提供产品和服务；在国际上拓宽加密经济准入；扩大资产的深度和广度；任何资产或形式的价值都可以表示为加密资产，在满足安全、合规的前提下，在平台上都可以得到支持。

扩大资产的深度和广度。支持数字原生加密资产；支持新的和新颖的本地区块链协议特性；在基础设施和监管透明度上增加投资，有助于为新资产成为加密资产铺平道路。

推出创新产品。通过 Coinbase 平台开发和推出创新产品和服务，客户有更多机会接触加密技术；为客户创造更多参与基于加密资产的新金融交易的机会；帮助生态系统合作伙伴更好地与客户联系和实现交易。

2. 加密资产交易所是一门怎样的生意？

2.1 加密资产交易所简史

2009年，比特币上线。其后，加密资产市场经历了跨越式发展。根据 Coinmarketcap, 2021年3月7日，加密资产总市值接近1.6万亿美元，日内交易量达1004亿美元，已有8708种加密资产，35406家加密资产交易所。我们认为，加密资产交易所的发展史上至少有以下关键节点：

1、野蛮生长（2010~2014）

2010年2月6日，世界上第一个比特币交易所诞生，名为 Bitcoin Market，由 Bitcointalk 的用户“dwdollar”创建。

2010年7月18日，加密资产交易所 Mt.Gox（绰号“门头沟”）成立。2014年2月，臭名昭著的“门头沟事件”发生，黑客盗取了“门头沟”用户近75万枚的比特币以及交易所10万枚的比特币，当时估值约4.5亿美元。其后，中心化交易所的安全风险一直存在。

2、复制传统证券市场“玩法”并突破（2014~2017）

OKCoin 期货合约等为代表的加密资产衍生品获得市场青睐。

云币等新平台借助 ETH 的兴起而走红，加密货币的交易品种日益增加，交易所不仅为了撮合交易，更要发掘区块链社区的创新项目，其一定程度上为新项目提供了流通性，充当了“发审委”和“投行”的功能。此后 ICO 的泛滥，交易所进入鱼龙混杂的时代。

3、币币交易时代开启，加密资产“空中楼阁”建立（2017~2020）

2017年9月4日，中国关停加密资产交易所，不接受法币入金，云币关停，火币、Okcoin 转向海外，只允许币币交易的交易所“币安（Binance）”崛起。

同年，币安等交易所发行平台币。至此，加密资产交易所提供的产品已经不是对传统证券交易所的简单复制，而是更有加密资产世界特点——平台币混合股票与通证功能，可以享受交易所分红同时参与治理，与社区和用户利益深度绑定。

4、去中心化交易时代来临，超越传统交易所（2020~至今）

2020年以来，随着 DeFi 的崛起，去中心化交易所（DEX）Uniswap、Curve 等开始爆发。由于去中心化交易所全开源、不剥夺用户资产所有权等特征，为交易所提供了创新的范式，带领交易所这一古老的商业模式进入加密资产新纪元。

2.2 加密资产交易所：证券交易所+券商+SEC+银行+期货公司+创投

加密资产交易所与“传统”证券交易所所有相似之处，主要功能是撮合加密货币交易（包括法币与币币交易），但提供的服务更多样，角色更丰富。例如，币安（Binance）火币、OKEx 这三大知名加密资产交易所还提供存贷款、托管、衍生品交易等服务，承担了传统证券市场中银行、证券公司、期货公司等角色，还提供独家承揽承销（IEO，首次交易所发行）、挖矿（流动性挖矿、矿池）等加密资产世界的特色服务。

图表 19: 加密资产交易所比传统证券交易所提供的服务更为多样

服务内容	“传统”证券市场角色	币安/火币/OKEx	DeFi	Coinbase
上市审核	SEC/发审委	✓	✓	✓
交易	交易所	✓	✓	✓
存款、贷款	银行	✓	✓	✓
质押/融资融券	券商	✓	✓	✓
登记、托管、结算	中证登等	✓	✓	✓
IEO（承揽发行）	券商/创投	✓	✓	×
期货	期货交易所	✓	✓	×
平台币（交易费折扣、参与治理等）	无	✓	✓	×
流动性挖矿（质押加密资产，获得激励）	无	✓	✓	×
矿池（汇集矿机算力，平分奖励）	无	✓	×	×

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

需要强调的是，上述三大交易所还衍生出平台币（BNB/HT/OKB）。根据 Coinmarketcap，2021年3月15日，币安、火币和OK三大交易所的平台币的市值分别为390亿美元（BNB）、27亿美元（HT）、10亿美元（OKB），分别位列所有加密资产的第3/34/78位。平台币的功能多样，在发行方（所属基金会）是否回购方面与传统的股票类似，类似于交易所定期回购、向持有者分红，持有者还可以获得交易费折扣，参与交易所新项目等，这使它具有一定的“VIP会员服务”特性。如此，平台币打破了传统股票与凭证的界限，更接近于主流的基于区块链的其他加密资产。

相比之下，Coinbase提供的服务较为保守，不提供保证金交易、不发行平台币、没有IEO，更像传统的证券交易所，在加密资产交易所的主流“玩法”并未普遍获得各国监管机构认可的当下，这也意味着它的合规性较强。

图表 20: 使用 BNB 在币安交易可或交易费优惠 (2021.3.9 数据)

等级	BTC 成交量	&/or	BNB 持仓量	Maker / Taker	Maker / Taker  BNB BNB 7.5折	Maker / Taker  BNB x 返佣 7.5折 x 返佣8折
VIP 0	< 50 BTC	or	≥ 0 BNB	0.1000% / 0.1000%	0.0750% / 0.0750%	0.0600% / 0.0600%
VIP 1	≥ 50 BTC	&	≥ 50 BNB	0.0900% / 0.1000%	0.0675% / 0.0750%	0.0540% / 0.0600%
VIP 2	≥ 500 BTC	&	≥ 200 BNB	0.0800% / 0.1000%	0.0600% / 0.0750%	0.0480% / 0.0600%
VIP 3	≥ 1500 BTC	&	≥ 500 BNB	0.0700% / 0.1000%	0.0525% / 0.0750%	0.0420% / 0.0600%
VIP 4	≥ 4500 BTC	&	≥ 1000 BNB	0.0700% / 0.0900%	0.0525% / 0.0675%	0.0420% / 0.0540%
VIP 5	≥ 10000 BTC	&	≥ 2000 BNB	0.0600% / 0.0800%	0.0450% / 0.0600%	0.0360% / 0.0480%
VIP 6	≥ 20000 BTC	&	≥ 3500 BNB	0.0500% / 0.0700%	0.0375% / 0.0525%	0.0300% / 0.0420%
VIP 7	≥ 40000 BTC	&	≥ 6000 BNB	0.0400% / 0.0600%	0.0300% / 0.0450%	0.0240% / 0.0360%
VIP 8	≥ 80000 BTC	&	≥ 9000 BNB	0.0300% / 0.0500%	0.0225% / 0.0375%	0.0180% / 0.0300%
VIP 9	≥ 150000 BTC	&	≥ 11000 BNB	0.0200% / 0.0400%	0.0150% / 0.0300%	0.0120% / 0.0240%

资料来源: 币安官网, 国盛证券研究所

2.3 加密资产交易所的风险

挥之不去的“监守自盗”风险与信任危机。2014 年的“门头沟”事件发生,交易所监守自盗的传闻随之而来,与之相似,交易所“插针(定点爆仓)”、恶意宕机等事件也是用户心中长久的“疑云”,中心化加密资产交易所面临一定的信任危机。

政策监管。2017 年 9 月 4 日中国关停加密资产交易所是典型事件。另外,美国禁止未经许可的加密资产交易与发行对加密资产交易所的运营也构成相当程度的合规障碍。

3. Coinbase 面临哪些挑战?

对于传统的互联网世界,用户熟悉了由一家机构来管理他们的数据,为其提供服务;这里面带来的数据隐私担忧和权限的不对等是不言而喻的。交易所也是如此,当前的各类交易所平台几乎都是中心化交易所(CEX, Centralized Exchange),用户需要将资产(如资金、证券、商品)等托管于交易所体系的中心化机构,由 CEX 集中提供交易撮合和服务。

区块链将互联网带入一个新的时代——去中心化,这里不存在一家中介(中心)机构拥有那样高的权限,集中管理用户的数据与资产,而是以分布式(点对点,分散式)的方式来完成的,包括去中心化交易所(DEX, Decentralized Exchange)。用户的资产不再由中介机构来托管,而是自己管理自己的账户,进行点对点的交易撮合,由区块链来统一更新系统的账本,确保全网的安全与共识。

Coinbase 作为美国老牌的合规 CEX,一方面要面临来自 CEX 对手的激烈竞争——如币安(Binance)、火币、Kraken 等,这些 CEX 并非都是完全合规的(如在美国的牌照),它们拥有大量的加密资产衍生品服务,对用户来说合规门槛更低、可选择性更多。另一方

面，DEX 以降维打击的方式冲击着所有 CEX，这些 DEX 不需要太多人的团队来维护，没有合规门槛，用户对自己的资产几乎完全掌控、点对点交易；过去两年，DeFi 生态在 DEX 的带领下正以前所未有的速度冲击着传统金融模式。来自 DeFi 和 DEX 的竞争完全是不同层面的，在加密资产世界，去中心化的产品和社区拥有者天然的吸引力和较强的创新能力，对 CEX 可谓是降维打击。

简言之，在加密资产世界，合规对投资者重要性越来越高，但 DeFi 的出现从另一个维度给社区用户多样化选择，Coinbase 面临的竞争来自多个维度。

3.1 来自 CEX 对手的竞争压力

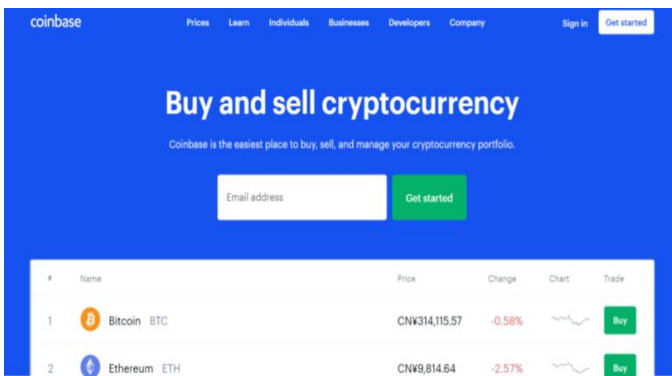
虽然各类 CEX 相关数据并不透明，尤其是没有经过审计的财务数据，但我们依旧可以从现有的数据，以几个不同的维度去对比 Coinbase 与几个主要的 CEX 竞争对手的对比，下面以最大的 CEX 币安(Binance)和美国另一个老牌持牌交易所 Kraken 为例进行分析。

3.1.1 操作界面和支持产品

Coinbase 首页界面十分简洁，由于加密资产交易分法币交易对和币币交易对，而对于初级用户来说，以法币购买加密资产是入场的第一步，此功能放在了显著的位置。加密资产市场的主流币种比特币、以太坊等也在首页进行了展示，可以快速进入买卖。顶部导航栏是学习、商业合作等官宣内容。如果需要进行交易，可以进入 Coinbasepro，这个在首页的最底部，选择交易对进行交易，这个入口并不显著。包括借贷、staking、赚币等金融理财类业务亦放在二级目录下。Coinbase 显然对用户教育和引导方面更重视。

Coinbase 目前只支持现货交易，根据 coingecko 数据，截止到 2021 年 3 月 3 日，Coinbase 支持 43 个加密资产品种、125 个交易对，包括美元 (USD)、欧元 (EUR)、英镑 (GBP) 三个法币交易对，BTC、ETH 两个常见的主流币交易对以及 USDC、DAI 两种稳定币交易对。

图表 21: coinbase 首页



资料来源: coinbase 官网, 国盛证券研究所

图表 22: coinbase pro 市场信息

MARKET	BASE	QUOTE	BASE ORDER MIN	BASE ORDER MAX	QUOTE ORDER MIN	QUOTE ORDER MAX	BASE TICK SIZE	QUOTE TICK SIZE	STATUS
BTC-USD	BTC	USD	0.0001	200	5	1,000,000	0.00000001	0.01	Full Trading
ETH-USD	ETH	USD	0.001	2,000	5	1,000,000	0.00000001	0.01	Full Trading
LTC-USD	LTC	USD	0.01	4,000	10	250,000	0.00000001	0.01	Full Trading
BCH-USD	BCH	USD	0.01	700	10	500,000	0.00000001	0.01	Full Trading
EOS-USD	EOS	USD	0.1	50,000	10	100,000	0.1	0.001	Full Trading

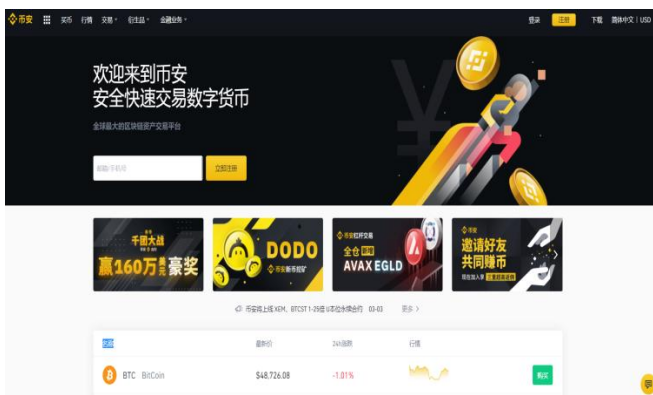
资料来源: coinbase 官网, 国盛证券研究所

币安交易所目前公认是币市第一大交易所，其首页界面类似 Coinbase，突出强调法币入口、展示主流币入口。不同的是，一些交易所推荐的一些币市活动会展示在顶部的显著位置，且交易（这里指的是现货交易，且币安只有币币交易）、衍生品和金融业务（金融理财、staking 等）入口也在顶部导航栏显著位置展示。可见，币安作为 CEX 龙头，现货和衍生品交易、金融理财和币市活动的显著位置与其大量的散户用户现状相匹配。简单说，很直接地让用户入市、交易。根据 coingecko 数据，截止到 2021 年 3 月 3 日，

币安交易所现货方面：支持 284 种加密资产、952 个交易对，且都是币币交易对；衍生品方面，支持 129 个品种，其中 108 个永续合约品种和 21 个交割合约。

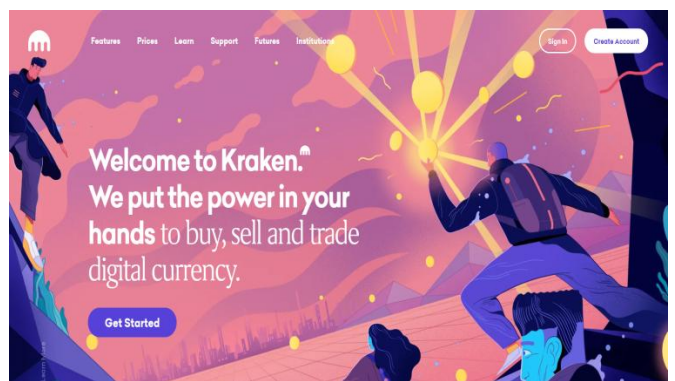
Kraken（行业称为 K 网）在美国一些州也取得了相关牌照，包括 MSB 牌照以及美国多州颁布的 Money Transmitter License，美国怀俄明州颁布的洲银行机构牌照（Special Purpose Depository Institution, SPDI）等。K 网提供美元(USD)、英镑(GBP)欧元(EUR)、加元(CAD)、日元(JPY)与瑞士法郎(CHF)等法币购买服务，支持美元(USD)、英镑(GBP)欧元(EUR)、加元(CAD)、日元(JPY)、澳元(AUD)与瑞士法郎(CHF)等 7 中法币交易对，BTC、ETH、USDT、USDC、DAI 等币币交易对。K 网与 Coinbase 最显著的区别支持衍生品交易，K 网首页界面的风格介于 Coinbase 和币安之间，顶部导航栏给衍生品（期货合约）提供了显著的入口，用户注册和法币购买放在了首页的上部。根据 coingecko 数据，截止到 2021 年 3 月 3 日，现货方面 K 网支持 53 种加密资产、271 个交易对，衍生品支持 5 个永续合约和 97 个交割合约品种。

图表 23: 币安首页



资料来源：币安官网，国盛证券研究所

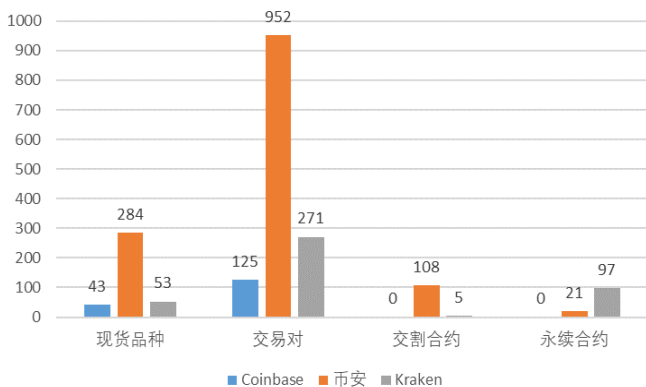
图表 24: Kraken 首页



资料来源：Coinbase 官网，国盛证券研究所

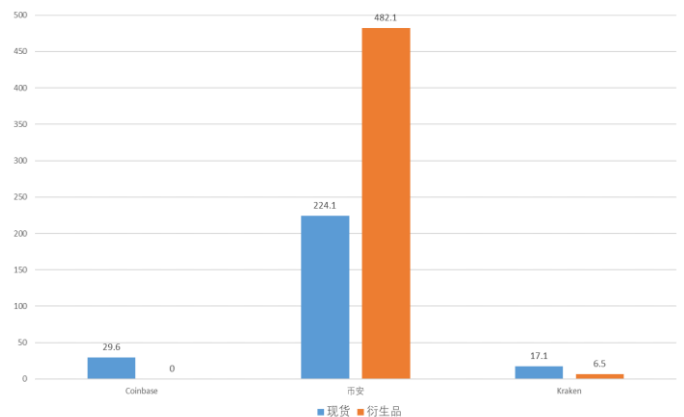
可见，Coinbase 仅提供有限品种的现货交易对，目前还不能提供衍生品服务，这一点使得其与币安、Kraken 等交易所逐渐拉开了差距。现货交易品种数量上与后两家有不小的差距外，交易量跟币安比更是差了进一个数量级。根据 coingecko 数据，2021 年 3 月 3 日 24 时，Coinbase、币安和 K 网三家交易所现货 24 小时交易量分别为 29.6 亿美元、224 亿美元和 17 亿美元。

图表 25: Coinbase、币安、Kraken 三大交易所品种数量对比



资料来源：coingecko，国盛证券研究所

图表 26: Coinbase、币安、Kraken 三大交易所 24 小时交易量（亿美元，2021 年 3 月 3 日统计）



资料来源：coingecko，国盛证券研究所

3.1.2 加密资产市场生态参与方式

除了衍生品方面的缺位，Coinbase 交易所并未过多直接为加密资产市场热门生态提供入口，而是通过其投资部门 Coinbase Ventures 以投资的方式参与了包括 Compound 等 DeFi 生态项目，截至 2020 年 12 月 31 日公司已经投资超过 100 个加密资产项目。根据公司招股书，2020 年 Coinbase 交易服务收入为 10.96 亿美元，同比增幅为 137%，订阅与服务收入为 4499 万美元，同比增长 126%，其他收入为 1.36 亿美元，同比增长 168%。很显然，交易服务以外的收入占比较小，不足 15%。而订阅与服务收入规模最小，这块主要包括托管服务、质押（staking）、分销和数据授权服务。而币安则是依托交易所流量优势，提供 DeFi 生态（流动性挖矿）、波卡（Polkadot）生态、质押借贷、矿池服务、DEX 等热门应用平台入口。

我们认为，Coinbase 十分重视合规，对于存在潜在合规风险的项目和品种，很难直接登陆其交易所平台，因此也限制了 Coinbase 开拓更多的交易品种和服务。2020 年 12 月 23 日，美国证券交易委员会（SEC）对瑞波币关联公司 Ripple Labs Inc. 提起民事诉讼，指控 Ripple 进行一项 13 亿美元的未备案证券发行交易（涉及 XRP），并指控 Ripple 两位高管，包括 Ripple 前任和现任 CEO 从该项证券发行案谋取私利。同年 12 月 29 日 Coinbase 即宣布下架 XRP 交易。

图表 27: 币安交易所的金融业务



资料来源：币安官网，国盛证券研究所

3.2 来自 DEX 的降维打击

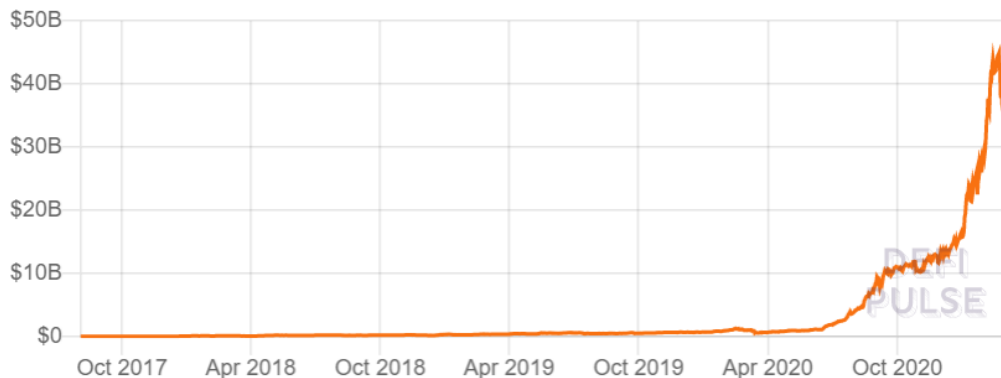
进入 2020 年，随着以太坊社区项目的再度活跃，尤其是以 DeFi (Decentralized Finance) 为代表的社区项目不断推动创新，逐渐形成相当的规模。DeFi 即去中心化金融，是用来构建开放式金融系统的去中心化协议，旨在不依赖中介机构让任何一个人都可以随时随地进行各类金融活动。根据 defipulse 数据显示，截至 2021 年 3 月 3 日，基于以太坊的 DeFi 系统总锁仓资产超过 410 亿美元，而 1 月初的数据是 150 亿美元，2019 年初的规模才不足 2.8 亿美元。

图表 28: DeFi 锁仓规模

Total Value Locked (USD) in DeFi

TVL(USD) | ETH | BTC

All | 1 Year | 90 Day | 30 Day



资料来源: defipulse, 国盛证券研究所

以 DeFi 为代表的加密资产生态将给传统金融服务模式带来彻底的变革。简单来说, DeFi 协议可以使得用户在点对点的网络中, 以去中心化的方式实现传统中心化金融机构提供是各类金融服务, 甚至还包括很多传统金融机构不能提供的金融创新服务。这类应用最大的特点是, 不再需要一个中心化的资产池和中介服务机构(因此金融中介机构将无用武之地), 在智能合约协议的管理下, 用户可以绝对掌控资产的各类权限, 以点对点的方式组织各类金融服务平台。因此, 在 DeFi 的推动下, 不仅是传统中心化的交易所 CEX, 几乎任何金融中介服务机构都可以用 DeFi 协议来替代。这无疑将对传统金融模式带来釜底抽薪式的变革。

交易所是加密资产市场中的基石, 根据 defipulse, 截至 2021 年 3 月 3 日, DeFi 市场锁仓规模排名前十中, 去中心化交易所 DEX 占据了 6 席(其中 Synthetix 作为合成资产平台, 也具有交易功能), 其中资产规模最大的交易所是 Curve 和 Uniswap, 锁仓规模分别超过 40 亿美元和 38 亿美元。

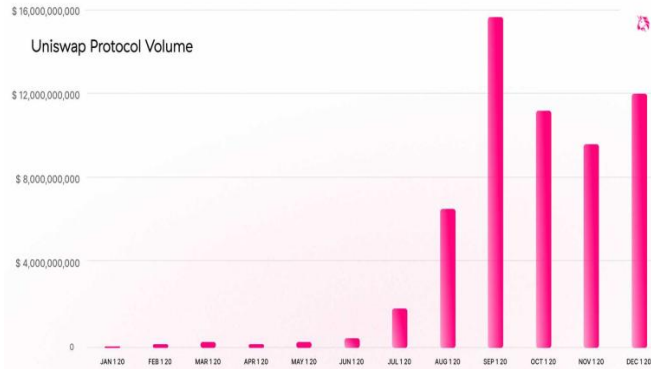
图表 29: DeFi 锁仓规模 TOP10, 交易所占 6 席

🏆 1.	Maker	Ethereum	Lending	\$6.37B	3.17%
🏆 2.	Compound	Ethereum	Lending	\$5.28B	5.64%
🏆 3.	Aave	Ethereum	Lending	\$5.13B	5.55%
4.	Curve Finance	Ethereum	DEXes	\$4.07B	3.18%
5.	Uniswap	Ethereum	DEXes	\$3.84B	3.42%
6.	SushiSwap	Ethereum	DEXes	\$3.39B	7.32%
7.	Synthetix	Ethereum	Derivatives	\$2.72B	7.46%
8.	1inch Liquidity Protocol	Ethereum	DEXes	\$1.61B	2.48%
9.	Badger DAO	Ethereum	Assets	\$1.49B	6.55%
10.	Balancer	Ethereum	DEXes	\$1.45B	5.79%

资料来源: defipulse, 国盛证券研究所

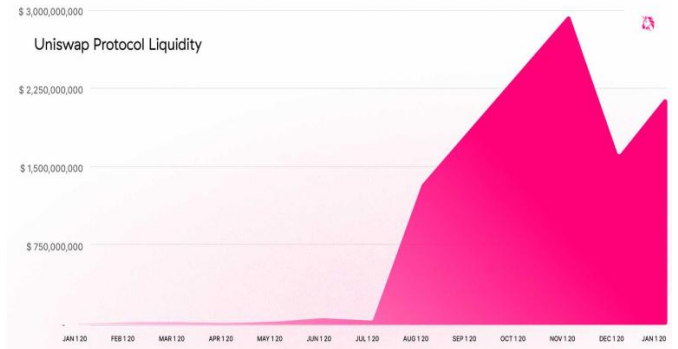
DEX 最典型的代表是 Uniswap，一个拥有极简代码的社区项目，不到两年时间就成长为与 CEX 匹敌的巨头，从各类统计数据来看，Uniswap 已经进入加密资产交易所排名的前 5。根据 Uniswap 官网博客公布的数据，2020 年平台交易量 580 亿美元，比 2019 年的 3.9 亿刀增长了 150 倍，至年底已 20 亿美元的流动性，比年初 1200 万美元增长了 170 倍。特别值得一提，在 2020 年 9 月，该协议的每周交易量短暂超过了 Coinbase。而这些成绩仅仅用了两年左右的时间，来自加密资产社区的力量可见一斑。

图表 30: 2020 年 Uniswap 交易规模持续快速增长



资料来源: Uniswap 官网, 国盛证券研究所

图表 31: 2020 年 Uniswap 流动性数据



资料来源: Uniswap 官网, 国盛证券研究所

Coinbase 目前有超过 1200 名员工, 已经运营超过 8 年, 截至 2020 年 12 月 31 日, Coinbase 的用户数量包括 100 多个国家的约 4300 万零售用户, 每月交易用户数量约 280 万人。2018 年、2019 年和 2020 年, Coinbase 季度交易量中值分别从 170 亿美元增至 210 亿美元、380 亿美元。2020 年全年, Coinbase 加密资产交易量为 1930 亿美元。

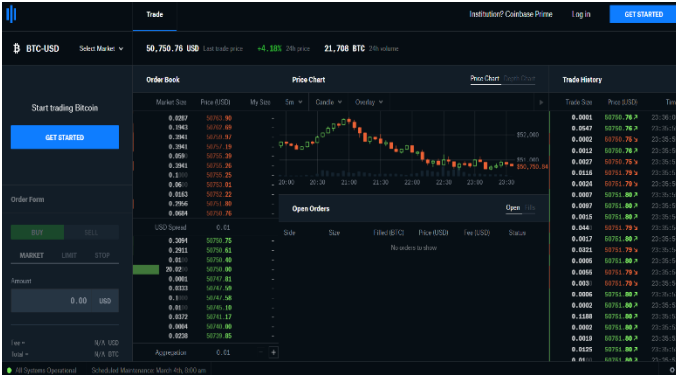
而 Uniswap 是开源社区项目, 仅用 500 行左右代码, 在 2020 年 12 月地址数才不过 30 万左右 (一名用户可能拥有多个地址), 全年交易为 Coinbase 的 30%。这还要考虑到交易资产的结构, 2020 年 BTC 与 ETH 在 Coinbase 整体交易量中的占比分别是 41% 与 15%, 而 Uniswap 主要以 ETH 以及 ERC 标准代币资产为主 (BTC 并不能直接在 Uniswap 平台交易)。

从上述数据可见, DEX 对整个 CEX 生态的挑战是不同维度的。DEX 采用了完全不同的方式为用户提供交易服务。

交易方式方面, Uniswap 率先将 AMM (自动化做市商) 成功推向市场。简而言之, CEX 的订单簿和流动性由交易者/做市商提供, AMM 模式并不需要订单簿, 而是依赖由数学公式控制的流动性池, 即使是流动性最差的代币, 交易者也总是能与流动性池进行交易。对于 Uniswap, 社区用户可以将自己的资产对 (通常是一个交易对代币) 以智能合约的形式注入到流通池中, 为交易者提供了交易的基础——即流动性挖矿。用户将资产提供给市场以深度, 可以获得交易过程中的手续费作为奖励, 同时还可以设计为获得平台代币奖励 (Uniswap 已于 2020 年 11 月 17 日停止了 UNI 代币奖励)。Uniswap 针对每笔交易, 会收取 0.3% 的手续费, 这部分收益会分享给平台的流动性提供者。

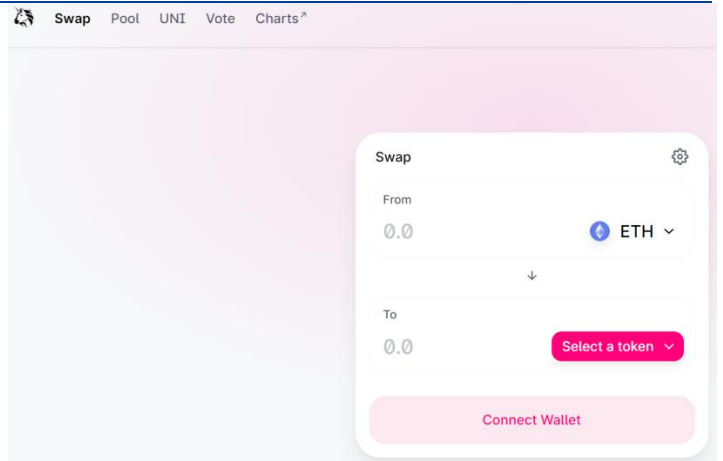
在 Uniswap 平台交易, 只需要输入你想交易的交易对和数量, 一键就完成了交易, 这过程中, 相关资产直接从你的钱包进行点对点转移, 并不需要事先将资产“充值”到交易所。这背后的流动性是流动性挖矿参与者提供的。

图表 32: Coinbase 订单簿模式



资料来源: Coinbase 官网, 国盛证券研究所

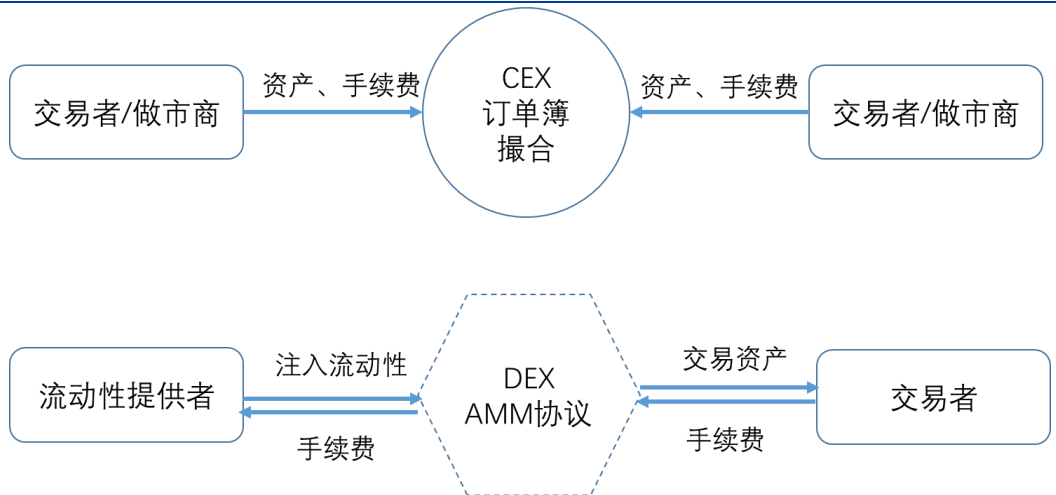
图表 33: 基于 AMM 的 Uniswap 没有订单簿



资料来源: Uniswap 官网, 国盛证券研究所

DEX 给用户最直接的感受就是, 对资产的绝对控制 (不需要转移至第三方, 而是在智能合约协议的控制下确保安全)、普惠 (手续费奖励给流动性提供者), 而且考虑到区块链的去中心化特性, 由于不受合规的限制, 社区和用户可以根据市场需求设置流动性资产池, 提供多种交易对。来自社区创新的力量是巨大的, 这也是 Uniswap 这类 DEX 能够在短期内取得巨大成功的动因。

图表 34: CEX 与 DEX 的模式区别



资料来源: 国盛证券研究所整理

当然, 对于习惯订单簿交易者, DEX 也可以提供基于订单簿的交易模式, 但用户对于资产的控制与安全、手续费奖励给参与者的原则是不变的。

加密资产世界起源于去中心化的社区, 因此, DEX 这类应用、甚至 DeFi, 都迎合了去中心化社区的需求, 对个人用户具有天然的吸引力——用户对资产的绝对控制、更低的监管约束, 因此社区聚集了一批极具创新能力的团队。无论监管怎样看待这些应用, 这种创新能力对传统金融模式和传统互联网公司带来了极大的挑战。而这种挑战更多是不同层面的颠覆, 是一种降维打击。

2020 年 9 月, Uniswap 发行平台代币 UNI, 作为治理代币。UNI 代币初期发行总量 10 亿, 代币总量的 15% 分发给 9 月前曾经使用过 Uniswap 的用户, 每个账户可以获得大概 400 枚代币奖励。2021 年 3 月 8 日, UNI 代币价格约为 33.3 美元, 按照当时市场的流通量计算, 可流通市值约为 173 亿美元, 如果按照 10 亿代币量计算, 则市值为 330 亿美元 (但代币供应存在持续增发)。Uniswap 成立不过两年多, 若随着 Uniswap 用户

量、交易量和生态的持续发展，其市值仍有增长潜力。DEX的发展对CEX或将带来较大冲击。

4. Coinbase 上市的意义：加密世界里程碑，行业合规助推剂

交易所在加密资产市场的核心地位不言而喻，而 **Coinbase** 作为行业的标杆，其上市具有一定的里程碑意义，也是用户进入加密资产世界的桥梁。

一方面，Coinbase 登陆资本市场意味着加密资产与传统金融资本的融合在加速，比特币期货、比特币 ETF、上市公司持有比特币等事件都是融合的表现，某种程度上，加密资产市场渐渐在征服传统金融资本。未来，会看到更多的加密资产（包括衍生品）进入传统金融市场，走向大众。

另一方面，去中心化是区块链和加密资产世界的核心共识，随着 DeFi（即去中心化金融，如去中心化交易所 DEX）等区块链应用的崛起，势必会分流传统中心化平台流量，Coinbase 作为中心化方式运作的交易所（CEX），未来发展必须面对这样的形势。当前，区块链基础设施（如以太坊基础性能瓶颈）还不够强大，一定程度上限制了去中心化应用和 DeFi，但随着以太坊 2.0、Layer2 等技术的推进，这些问题势必得到缓解，也许比人们预想的更快，届时，加密资产世界的 CEX 又将如何重新寻找自己的市场定位？

因此，不难理解 Coinbase 凭借其投资部门 Coinbase Ventures 投资布局了百余区块链应用项目（尤其是 DeFi 项目）的初衷，这些布局未来可能孵化出行业独角兽。

其次，Coinbase 的上市对监管规则的更迭有一定的促进作用。如前面所述，加密资产交易所涉及的资产和业务类型较为复杂，且在现有监管框架下有诸多模糊地带，而随着加密资产市场的发展，势必促进监管的快速更迭。以美国为例，SEC、CFTC、国会和州政府都有专门的团队对加密资产进行监管配套的研究，整体上来说，呈现出积极拥抱的态度。可以预见，未来会有越来越多的机构持有加密资产，相关的交易所、资产管理机构、衍生品、挖矿产业链等公司会陆续登陆资本市场。我们能够看到，在加密资产的监管框架、资产保管、会计审计方面会有更快的迭代。

最后，加密资产将进入“合规化”时代。据统计，全球包括海外挖矿股和特斯拉在内的 40 家公司，已经通过挖矿或直接购买等方式，拥有了超过 131 万个比特币，超过比特币总量 2100 万个的 6%，价值超 730 亿美元（Bitcoin Treasuries, 2021.2.20）。加密资产正在以前所未有的速度融入传统资本市场。2018 年 CME（芝加哥商品交易所）上线比特币期货、2021 年 2 月多伦多证交所上线比特币 EFT，都是加密资产行业逐步合规化的印证——一方面，行业必须要有监管必须要合规，另一方面，监管也在不断调整政策以适应加密资产带来的新模式。因此，我们认为在各方面（监管、机构和用户）的需求和博弈下，加密资产将进入“合规化”时代，而 Coinbase 上市，正是这个趋势最好的注脚。

图表 35: 全球 36 家公司持有超 572 亿美元的比特币 (2021.2.11)

公司名称	类型	国家	股票代码	市值(美元)	比特币价值/市值	比特币数量(个)	比特币初始价值(百万美元)	比特币现价(百万美元)	占比特币总量之比
MicroStrategy inc.	公开上市	美国	MSTR	93.42 亿	34.05%	71079.0	1145.00	3180.78	0.338%
Galaxy Digital Holdings	公开上市	加拿大	GLXY	11.25 亿	65.24%	16402.0	134.00	733.99	0.079%

Squareinc.	公开上市	美国	SQ	1161.11 亿	0.18%	4709.0	50.00	210.73	0.022%
HUT 8 MINING CORP	公开上市	加拿大	HUT-8	8.24 亿	16.05%	2954.0	36.79	132.19	0.014%
Voyager Digital LTD	公开上市	加拿大	VYGR	2.83 亿	19.60%	1239.0	7.93	55.45	0.006%
Riot Blockchaininc.	公开上市	美国	RIOT	24.69 亿	2.13%	1175.0	7.20	52.58	0.006%
Coin Citadellinc.	公开上市	美国	CCTL	3113	737446.03%	513.0	0.18	22.96	0.002%
Bit Digitalinc.	公开上市	美国	BTBT	10.59 亿	4.01%	949.5	10.80	42.49	0.005%
Advanced Bitcoin Technologies AG	公开上市	德国	ABT	0.17 亿	68.51%	253.8	2.12	11.36	0.001%
DigitalX	公开上市	澳大利亚	DCC	0.45 亿	21.28%	215.0	0.87	9.62	0.001%
Hive Blockchain	公开上市	加拿大	HIVE	10.85 亿	0.87%	211.4	6.82	9.46	0.001%
Cypherpunk Holdings inc.	公开上市	加拿大	HODL	0.34 亿	36.84%	276.5	1.63	12.37	0.001%
BIGG Digital Assets Inc.	公开上市	加拿大	BIGG	1.12 亿	7.56%	189.5	1.91	8.48	0.001%
Argo Blockchain	公开上市	英国	ARB	4.42 亿	1.80%	178.0	1.34	7.97	0.001%
FRMO Corp.	公开上市	美国	FROM	2.06 亿	1.36%	62.8	2.03	2.81	0.000%
Marathon Patent Group	公开上市	美国	MARA	31.94 亿	6.74%	4813.0	150	215.38	0.023%
Fortress Blockchain	公开上市	加拿大	FORT	-	-	163.2	5.26	7.30	0.001%
Neptune Digital Assets	公开上市	加拿大	DASH	-	-	75.0	2.42	3.36	0.000%
Tesla, Inc.	公开上市	美国	TSLA	7725.10 亿	0.22%	37500.0	1500.00	1678.12	0.020%
MTGOX K.K.	私人	日本	-	-	-	141686.0	68.58	6340.43	0.675%
Block.one	私人	美国	-	-	-	140000.0	4513.60	6264.98	0.667%
The Tezos Foundation	私人	瑞士	-	-	-	24808.0	799.81	1110.16	0.118%
Stone Ridge Holdings Group	私人	美国	-	-	-	10889.0	115.00	487.28	0.052%
Grayscale Bitcoin Trust	ETF	美国	GBTC	79.00 亿	349.25%	616558.0	19877.83	27590.90	2.940%
CoinShares / XBT Provider	ETF	欧盟	SS	-	-	69730.0	770.17	3120.41	0.332%
Ruffer Investment Company	ETF	英国	RICA.L	500.00 亿	402.85%	45000.0	744.26	2013.75	0.214%
3iQ The Bitcoin Fund	ETF	加拿大	QBTC.U	-	-	22590.0	728.30	1010.90	0.108%
Grayscale Digital Large Cap	ETF	美国	GDLC	372.06 亿	84.63%	7036.0	162.82	314.86	0.034%
Bitwise 10 Crypto Index Fun	ETF	美国	BITW	-	-	6590.0	45.37	294.90	0.023%

WisdomTree Bitcoin	ETF	瑞士	BTCW.SW	-	-	5700.0	131.90	255.07	0.027%
ETC Group Bitcoin ETP	ETF	德国	BTCE	-	-	12840.0	413.96	574.59	0.025%
21Shares AG	ETF	瑞士	-	-	-	5970.0	192.47	267.16	0.023%
CI Galaxy Bitcoin Fund	ETF	加拿大	BTCG.U	-	-	15750.0	507.78	704.81	0.075%
Bitcoin Group SE	ETF	德国	ADE	-	-	3792.0	122.25	169.69	0.025%
Leonteq Bitcoin Tracker USD	ETF	瑞士	UBTCTQ	-	-	2174.0	70.08	97.29	0.025%
Ninepoint Bitcoin Trust	ETF	加拿大	BITC.U	-	-	5478.0	169.19	245.14	0.023%
合计						1279550	32498.94	57259.71	5.91%

资料来源: Bitcoin Treasuries (2021.2.11 中午 12:00 数据), 国盛证券研究所

5. 关于估值的思考

5.1 交易所平台币市值具有一定的参考价值

关于 Coinbase 估值, 我们认为, 当前尚未有加密资产交易所登陆“传统”资本市场, 难以找到对标, 但多家交易所基于以太坊和自行开发的区块链主网发行了平台币, 这些平台币还在加密资产交易所交易, 它们的市值具有一定的参考价值。

图表 36: 已有多家加密资产交易所发行了平台币 (市值及其排名为 2021 年 3 月 15 日数据)

交易所	交易所上线时间	平台币上线时间	平台币名称	平台币市值 (亿美元)	平台币市值排名
币安	2017.7.14	2017.7	Binance Coin (BNB)	410.8	3
火币	2013.9	2018.2	Huobi Token (HT)	28.5	38
OKEx	2013.6	2018.3	OKB	9.5	80
Uniswap	2018.11	2020.9.16	UNI	162.9	8

注: OKEx 2017 年 5 月成立, 注册于马耳他。OKCoin 2013 年 6 月成立。一定程度上, 我们认为, 可以说 OKEx 的前身是 OKCoin, 下同。

资料来源: Coinmarketcap, 国盛证券研究所

5.1.1 平台币市值/交易所收入、平台币市值/交易所交易量具有一定参考意义

币安、火币、OKEx 定期销毁平台币, 缩减平台币的流通量, 以打造平台币的“通缩”模型、支撑平台币的价格, 类似于股票回购, 但方式有所不同。其中, 火币和 OKEx 销毁平台 (将相应的平台币转入黑洞地址、使其不再流通) 之前, 声称会使用平台交易费收入的一定比例 (详见下表) 回购对应金额的平台币, 而币安并未直接动用现金流, 而是销毁了本来分配给币安经营团队的平台币。但是, 币安平台币仍然具有参考价值, 原因是币安声称其平台币销毁数额与平台交易量有关 (详见下表注释)。我们无从得知各交易所平台币销毁金额对应的季度交易所的交易量, 出于对数据可得性的考虑, 只能从我们报告写作日当天的交易量推测其最近一个季度的 (详见下表注释, uniswap 除外, uniswap 为直接按 0.3% 计算, 同其他交易所一样, 该费率向交易双方收取), 这意味着我们计算出的交易所的交易费率可能被高估或低估。

我们发现，Coinbase 交易费率较高（按推测的交易量计算为 0.2%，根据公司上市说明书则 2019~2020 年在 0.5~0.8%之间），我们认为，其合规和安全性可能给了它收取更高费率的能力。

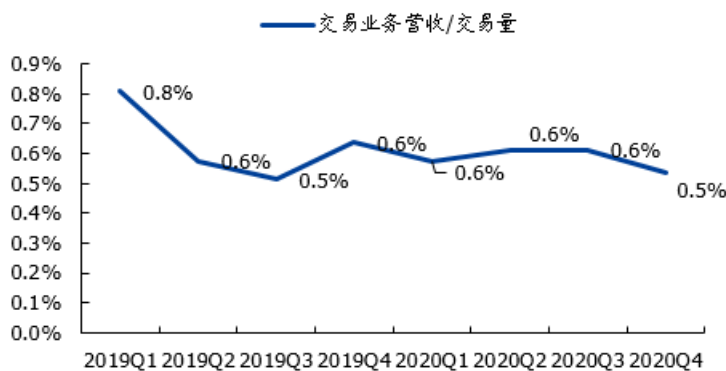
图表 37: 平台币市值能在一定程度上反应交易所的收入规模

平台币	销毁模式（通缩）	平台币最新一期回购/销毁金额	回购/销毁规则	最新一季度	最新一季度交易手续费（亿美元）	截至 2021.3.15 的一个季度内的交易量（亿美元，推测值）
BNB	一次发行、季度销毁	1.65	当季利润的 20%	2020Q4	7	38418
HT	一次发行、月度销毁	1.10	火币全球站+火币合约的 20%收入	2020.11、2020.12、2021.1	5	23310
OKB	一次发行、季度销毁（2019.5.4-2019.5.31 每周销毁一次）	0.356	币币交易手续费的 30%	2020.12、2021.1-2	1	16583
UNI	无销毁	/	/	截至 2021 年 3 月 15 日的一个季度	2.7	913
均值				2020Q4	4.8	2,160
Coinbase				2020Q4	4.8	2,160

注：1）2017年 BNB 上线时，其白皮书将 BNB 回购规则描述为使用当季利润的 20%回购，但 2019 年币安修改了 BNB 白皮书，删除了这一表述，更改为会根据币币交易量销毁 BNB，并表示修改原因为币安并未花费利润回购，而是直接销毁/缩减了 BNB 的供应量，此处计算币安最新一季度手续费（7 亿美元）时使用的比例为火币和 OKEx 的均值——25%（20%、30%的均值）；2）截至 2021.3.15 的一个季度内的交易量为推测值，推测方法为 2021 年 3 月 15 日本报告写作时交易所 24 小时内的交易量*90；3. 本表仅统计了 Coinmarketcap 上 Binance、Huobi Global、OKEx、Uniswap 和 Coinbase Pro 的交易量，未考虑 OKCoin、Binance.US、Huobi Korea 等交易所分支的交易量。

资料来源：Coinmarketcap、各交易所官网，国盛证券研究所

图表 38: Coinbase 交易费 2019~2020 年在 0.5~0.8%之间



资料来源：Coinbase 公告，国盛证券研究所

图表 39: 各交易所平台币市值/交易手续费（市值为 2021.3.15 数据）

交易所	平台币名	平台币市值（亿美元）	最新一季度交易手续费（亿美元）	平台币市值/最近一季度相关交易手续费
币安	BNB	411	7	62
火币	HT	29	5	5
OKEx	OKB	10	1	8
Uniswap	UNI	163	2.7	59
均值				34
Coinbase			4.8	

注：最新一季度交易手续费的计算方法参考表 37。

资料来源：交易所官网，国盛证券研究所

另外，交易所平台币市值/交易所交易量也有参考意义，相较于交易所平台币市值/交易所交易费收入甚至更为直接。

图表 40: 交易所平台币市值/交易所交易量 (平台币市值为 2021.3.15 数据)

交易所	平台币名	平台币市值 (亿美元)	交易所现货 交易量 (亿 美元)	合约产品上 线时间	交易所合约 产品交易量 (亿美元)	交易所总交 易量(现货+ 合约产品) (亿美元)	平台币市值 /交易所总 交易量
币安	BNB	411	5	2019	421	427	0.96
火币	HT	29	61	2018	198	259	0.11
OKEx	OKB	10	54	2014	130	184	0.05
Uniswap	UNI	163				10	16.06
均值							4.30
Coinbase Pro	/	/	24		0	24	/

资料来源: 国盛证券研究所

5.1.2 平台币不同于股票，无法完全体现股权价值

我们认为，“交易所平台币市值/交易所交易费收入”和“交易所平台币市值/交易所交易量”对 Coinbase 估值有参考意义，但参考意义有限，原因主要包括以下几点：

1、可以从平台币销毁金额推测交易所手续费收入（币安除外），但由于各交易所均为上市等原因，手续费收入并非交易所的全部收入，其占交易所收入的比例我们难以得知；

交易所平台币市值/交易所交易量这一指标的缺陷也是如此，难以得知交易收入占交易所全部收入的比例。

图表 41: HT 部分权益

	Huobi Prime Huobi Prime 优选上市通道是面向全球优质项目的综合上市服务，以持有 HT 为入场券，且活动中仅可使用 HT 进行下单。
	Huobi FastTrack Huobi FastTrack 快速上市通道是面向全球优质项目的综合上市服务，以持有 HT 为入场券，且活动中仅可使用 HT 进行下单。
	减产预言家 减产预言家活动是火币为纪念 BTC 第 3 次减产进行的活动，活动额外为 HT 持有者设置专属回馈奖励。
	Pizza Day Pizza Day 是火币全球站为庆祝一年一度的 Pizza 节，举办的庆祝活动。活动额外为 HT 持有者设置专属回馈奖励。

资料来源: 火币官网, 国盛证券研究所

图表 42: OKB 部分权益

OKB 全球生态应用一览 (部分)					
安全 服务	慢雾科技	链安科技	CertiK	北京链安	
	支持使用 OKB 兑换安全服务	支持使用 OKB 兑换安全服务	支持使用 OKB 兑换安全服务	代码审计	
金融 服务	Molecular Future (分子未来)	Constant	LinkEye	NerveNetwork	
	支持 OKB 的抵押借贷	支持 OKB 的抵押借贷	支持 OKB 的抵押借贷	支持 OKB 跨链到 NVT 进行跨链质押挖矿	
	Ledger	Bitpie	Mirthril (秘银)	ZelCore	Coinomi
	支持 OKB 存储服务	支持 OKB 存储服务	支持 OKB 存储服务	支持 OKB 存储服务	提供 168 种法币交易、存储服务

资料来源: OKEx 官网, 国盛证券研究所

2、平台币市值参考意义有限或许更为重要的原因是，平台币不只是类似于股票，还承担了交易所手续费折扣、交易所公链和交易所生态合作伙伴服务的使用权，它有自己的使用场景，这使得它有一定的货币职能。举例来说，假如茅台发行了平台币，拥有茅台平

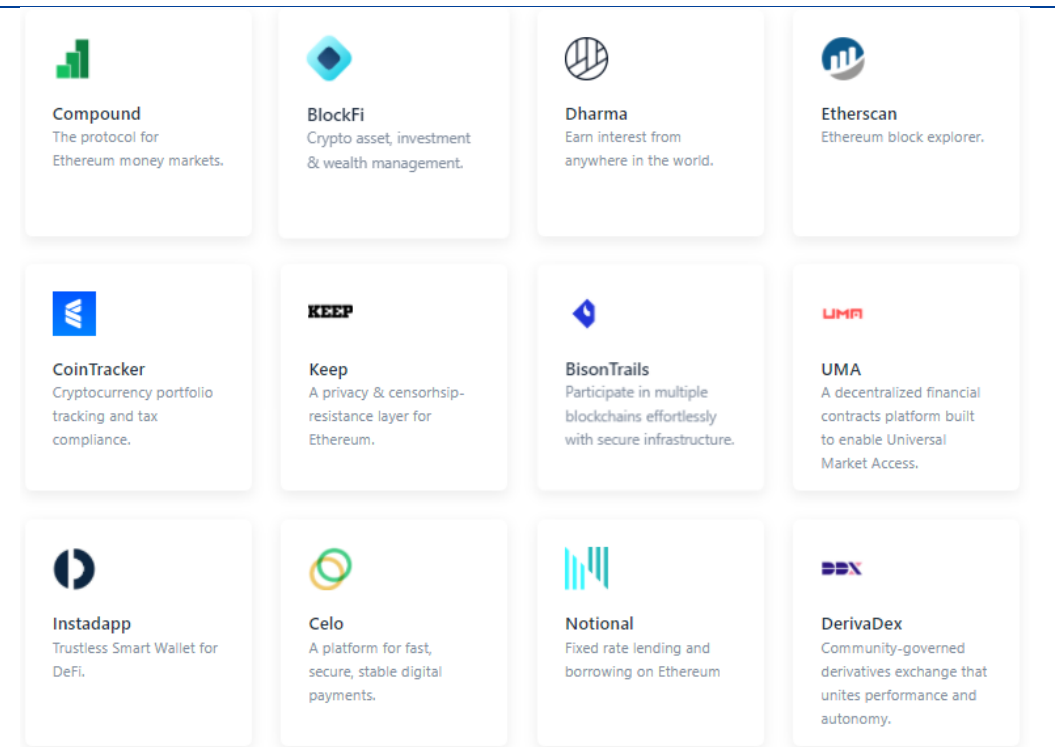
平台币可以低价买入茅台。因此，平台币市值不只是反应了用户对交易所业绩的预期，还反应了用户对上述平台币权益的认可程度。

5.2 应当在合规、品牌效应和投资布局等方面给予 Coinbase 一定溢价

根据我们对 Coinbase 所拥有牌照的梳理（详见附录），我们认为，Coinbase 对合规的重视使得其具备一定的合规优势。我们认为，Coinbase 将在以下三个方面享受溢价：

- 1) 合规溢价：Coinbase 在美国（作为加密资产的主流市场）拥有较强合规意识，拿下大多数州的相关牌照，因此公司理应享受合规溢价；当前 Coinbase 无合约交易，现货交易量也较小，这是出于它对合规的考虑（如对用户身份审核更严），如果某天 Coinbase 放开合约交易，将进一步打开想象空间。同时，2020 年以来，机构投资者逐步成为增持主力，而 Coinbase 是主要的资管托管方，对其合规能力是一种肯定。
- 2) 公司作为头部交易所，有望积累更多的比特币等加密资产，享受市场溢价：虽然目前公司对手续费的处理方式是每天将超过 100 美元的加密资产转换为法币，但随着比特币逐渐成为主流配置资产，公司有望修改这方面的策略，毕竟，交易所获得比特币等主流币资产方面拥有天然的优势，则如果比特币延续上涨态势，公司将更为受益。公司在行业拥有一流的品牌效应，上市将进一步强化公司的品牌效应，日后在衍生品、加密资产托管等方面拥有巨大的潜力；
- 3) 公司积极布局 DeFi 等创新方向，随着 DeFi 与传统金融模式的融合发展，未来金融范式（包括交易所）将会产生巨大的变革，而提早布局此领域的 Coinbase 绝不会坐以待毙，而是深度参与到未来新金融模式的创新与发展中来，合力打造加密资产新金融时代。

图表 43: Coinbase Ventures 投资布局的生态项目（部分）



资料来源：Coinbase 官网，国盛证券研究所

附：Coinbase 最大亮点——合规（相关牌照梳理）

多年来，Coinbase 一直被认为是加密资产市场交易所领域较具影响力的参与者，虽然其交易量并非最大，但合规性与专业性得到市场的一致认可。

合规是加密资产市场一直无法忽略的痛点，由于加密资产在资产发行、融资、上市交易、保证金交易、“证券”性质定位等问题上存在诸多的监管盲区，尽管以美国为首的一些国家和地区对加密资产市场的监管呈现出越来越开放的态度，但是由于现实的复杂性，未来较长的一段时间将是区块链加密社区与监管层不断博弈的状态。

多年来，Coinbase 一直遵循严格的身份认证程序，遵守 KYC(了解客户)和 AML(反洗钱)等法规，并跟踪和监控来外部的加密资产。曾经一度 Coinbase 还向美国国税局 (IRS) 发送 1099-K 报告，报告一年内交易总额达到或超过 2 万美元或交易次数达到或超过 200 笔的交易者的情况。可以说，Coinbase 在合规方面的谨慎与付出是其他行业对手难以比拟的。

即便如此，Coinbase 在招股书中也提到，加密资产在“证券”定位具有高度的不确定性，在信托、跨境支付、证券经纪、商品、信贷、衍生品等等诸多方面可能会受到监管审查、调查、罚款和其他处罚——加密资产市场涉及非常多的监管部门（相关监管涉及 SEC、CFTC、司法部、州政府等），且美国各州的法规并不统一，因此监管层面存在一定的不确定性。2020年2月13日，Coinbase 推出了保证金交易，9个月后，公司宣布2020年11月25日开始将不再有新的保证金交易，同时取消所有未结限价订单，现有头寸到期后，Coinbase 将在下个月完全终止保证金交易功能，其援引了美国商品期货交易委员会（CFTC）的监管规则。

我们将 Coinbase 已经获得的牌照做简单梳理：

BitLicense 牌照

BitLicense 牌照由纽约州金融服务局(NYDFS)颁发。对于任何一家加密资产交易所或者提供相关服务的企业，如果希望在美国纽约州获得合法的运营地位，就必须满足 BitLicense 的监管框架。拥有 BitLicense 牌照可以从事如下的“虚拟货币商业活动”：1)交易虚拟货币，或接收用于交易的虚拟货币；2)代表他人存储、持有、托管、维护、控制虚拟货币；3)向客户提供虚拟货币交易业务；4)以交易所身份向客户提供服务；5)控制、管理或发行虚拟货币。实际上，BitLicense 牌照并不容易获得。目前，据 NYDFS 的公开信息，已有 19 家机构获得此牌照。

图表 44: 持有 Bitlicense 牌照的公司情况

牌照: Bitlicense	公司名称	获得牌照时间
1	Circle Internet Financial, Inc.	2015年9月
2	XRP II LLC (Ripple)	2016年6月
3	Coinbase, Inc.	2017年1月
4	Genesis Global Trading, Inc.	2018年5月
5	Square, Inc.	2018年6月
6	Xapo, Inc.	2018年6月
7	Bitpay, Inc.	2018年7月
8	Bitflyer	2018年11月
9	Coinsource	2018年11月
10	NYDIG Execution LLC	2018年11月
11	Cottonwood Vending	2019年1月
12	LibertyX/Moon Inc.	2019年1月
13	Robinhood Crypto	2019年1月
14	Bitstamp USA, Inc.	2019年4月
15	Seed Digital Commodity Market, LLC	2019年7月
16	Zero Hash LLC	2019年7月
17	SoFi Digital Assets	2019年11月
18	Eris Clearing, LLC	2020年5月
19	PayPal, Inc.	2020年10月

资料来源: 纽约州金融服务局(NYDFS)、国盛证券研究所

MSB 牌照

MSB 牌照是 Money Services Business 的简称, 属于 FinCEN (美国财政部下设机构金融犯罪执法局) 管, 属于注册许可制。从事金钱服务相关的业务都必须申请该许可, 与我国工商登记中的“资金服务业务”类似。

完成注册许可的企业的主要职责为设立反洗钱程序和汇报系统, 方便 FinCEN 追踪资金, 以加强对洗钱、恐怖融资等罪行的管理控制。2018年3月, 美国财政部和证监会曾明确强调, 虚拟货币交易所及其管理者如果想在美境内从事数字资产的相关业务, 必须在 FinCEN 注册 MSB 牌照。知名的几大交易所, 如火币、币安、OKEX、Coinbase、Bitfinex、Poloniex 等都拥有美国 MSB 牌照。

MSB 牌照的优势和作用体现在以下几个方面: 1) 投资者认可, 拥有美国 MSB 牌照可以增强投资者对平台的信心及认可度; 2) 多元化服务, MSB 牌照准许货币兑换及发送服务, 使得平台可以更好地满足客户需求, 提供更加多元化的服务。3) 更容易成为一线平台, MSB 牌照名气大, 有利于平台的宣传。

但需要注意的是, 持有 MSB 牌照仅仅是在美国合规进行数字资产交易业务的必要非充分条件。美国联邦层面目前对于币币交易没有明确的监管要求, 但各州对于币币交易的牌照要求和联邦监管政策存在差异, 各州有各自不同的要求。

其他牌照

除了上述两种主要牌照和下表所列的牌照以外，Coinbase 还在纽约州拥有纽约金融服务监管局颁发的有限目的的信托公司牌照和英国金融行为监管局与爱尔兰央行颁发电子货币服务商牌照。

图表 45: Coinbase 在美国各州持有牌照情况

牌照名称	描述	获得牌照的州
Money Transmission License	货币转换许可证，可以为客户提供货币汇款服务或提供支付工具。	Alaska、Arizona、Arkansas、Colorado、Connecticut、Delaware、District of Columbia、Florida、Idaho、Illinois、Kansas、Kentucky、Louisiana、Maine、Maryland、Michigan、Minnesota、Mississippi、Nebraska、Nevada、New Hampshire、New Jersey、New Mexico、New York、North Carolina、North Dakota、Ohio、Oklahoma、Oregon、Pennsylvania、Puerto Rico、South Carolina、South Dakota、Tennessee、Texas、Vermont、Virginia、Washington、West Virginia 等 40 个州
Sale of Checks License	支票销售许可证，可以从事支票销售等方面的业务。	Alabama、Delaware、Rhode Island
Seller of Payment Instruments License	支付工具销售商许可证，可以为客户提供支付工具。	Georgia
Money Services License	货币服务许可证，可以为客户提供货币金融服务。	Iowa

资料来源: Coinbase 官网, 国盛证券研究所

风险提示

币价波动。当前美国疫情形势有所缓和，经济复苏节奏加快，央行“放水”现象有边际收紧迹象，传统企业资产配置步伐或受影响，Coinbase 业绩与币价正相关，需谨防币价波动风险。

监管收紧。各国证券监管机构可能调查上市公司比特币、以太坊等加密资产购买行为，或迟迟不审查通过比特币 ETF 等产品，不利于比特币、以太坊等加密资产流动性扩容，或影响公司业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com