

| 证券研究报告 |

另类交易所：Coinbase有多强？

2022.1.31

中泰证券·互联网研究团队
韩筱辰 S0740521110002

核心观点

2008年11月，化名为中本聪（Satoshi Nakamoto）的学者（或学者们）发表论文《比特币：一种点对点电子现金系统》，历史上第一个加密货币——比特币，就此诞生。区块链、“挖矿”、比特币等新兴词汇开始进入人们的视野，在技术爱好者聚集的极客社区，人们更是乐此不疲地研究这些新生事物。区块链是一种安全共享的去中心化的数据账本；“挖矿”的本质是确认这个数据账本新生成的账页，确认成功则获取奖励；比特币则是一种基于区块链技术的加密货币。基于区块链技术的加密货币有四个技术特征：1）去中心化，不存在中心化的管理机构，系统中任一节点的权利和义务均等；2）开放性，系统中任何节点在任何时候都能查看区块链上的任何信息；3）可信性，区块链结构的自我约束使得任何欺骗系统的行为都会遭到其他节点的排斥，以共识算法（如工作量证明POW，Proof Of Work；权益证明POS，Proof Of Stake）为基础的强大算力确保区块链数据的不可篡改和不可伪造；4）稀缺性，加密货币一般由算法设定上限，如比特币的总供应量为2100万个。加密货币的名称中虽带有“币”，但其天然并不是货币，但基于以上可信性和稀缺性等特点，人们逐渐认识到加密货币可作为货币的优势，并赋予了其货币的属性。从2010年比特币矿工Laszlo Hanyecz用10000个比特币买了两个披萨，到2017年末比特币价格突破20000美元大关，再到2021年11月比特币价格逼近70000美元。曾经对比特币等加密货币不感兴趣或不认同的个人和机构开始不能忽视它的存在，加密货币交易所应运而生，为加密货币的交易、投资、储存提供服务。2012年5月，Coinbase成立，成为加密货币交易所赛道的开拓者之一。本报告致力于回答两个问题：1）Coinbase的商业模式是什么？这种商业模式的盈利性和成长性如何？2）曾经对加密货币存有疑虑的个人和机构，由于加密货币的持续高景气而寻求切入加密货币赛道的入口，他们的核心诉求是什么？作为加密货币交易所，Coinbase是如何解决他们的痛点的？

1. Coinbase的商业模式是什么？这种商业模式的盈利性和成长性如何？

1. **商业模式：交易为主，服务为辅，资产、产品、客户飞轮效应良性循环。**1) Coinbase为客户提供加密货币的消费、投资、收付款等交易产品，和加密货币的托管、质押、借贷款等服务产品。公司的客户包括零售客户、机构客户和生态系统合作伙伴。公司起步于交易板块，后推出订阅与服务板块，并持续推进业务多元化

核心观点

交易平台实行差异化费率，鼓励大额、挂单交易，激励性质的差异化费率鼓励大交易量客户的做市行为，为平台提供流动性。现阶段交易费是公司的主要收入来源，营收占比保持在80%以上，随着公司多元化战略的推进，服务型产品的营收占比将进一步增加。2) 资产、产品、客户形成的飞轮效应良性循环。其中，资产指公司所提供的加密资产的广度（加密资产数量）和深度（加密资产流动性）；产品指公司持续推出创新性金融产品与服务；客户指全方位满足客户需求，根据反馈改进产品，吸引更多客户。三者互为因果，互相促进，良性循环

- II. **盈利性和成长性：**公司加密货币规模占总市值的比例从2018年的4.5%提升到2021年的11%，公司以比特币交易起步，之后加密货币的种类不断扩充，各类加密货币的交易不断分散化。2019-2021年交易费收入CAGR为420%，服务费收入CAGR为250%，2021Q1营收超2020年全年。2019-2020年净利润CAGR为491%，上市前即实现正向净利润，净利润率不断攀升。同时，平台经验证的用户总数、MTU稳健增长。2020年之前，加密货币市场与主流市场（标普500指数）的相关性并不强；2020年之后，两者逐渐高度相关；我们认为，这表明以比特币为代表的加密货币正逐渐进入主流市场的视野，投资者开始对传统资产种类和以比特币为代表的新兴资产种类给予同等重视。我们预计公司将继续目前的高盈利性，同时，加密货币的主流化趋势更加奠定公司高成长性的基础。

2. 曾经对加密货币存有疑虑的个人和机构，由于加密货币的持续高景气而寻求切入加密货币赛道的入口，他们的核心诉求是什么？作为加密货币交易所，Coinbase是如何解决他们的痛点的？

- I. 加密货币的可信性和稀缺性等特点让人们对其赋予了货币的属性，2017年开始加密货币市场，尤其是比特币市场的高歌猛进让投资者不能忽视它的存在。加密货币作为一种新兴资产种类，在监管、合规、安全方面较传统资产种类不成熟，初涉加密货币领域的个人和机构，将安全与合规放在投资与交易的首要位置，尤其对于机构，一项交易的合规与否是其是否进行投资的先决条件。
- II. **Coinbase以合规为特色，在合规、安全方面持续投入。**Coinbase主动拥抱监管，积极接触各国政府与监管机构并寻求合作，主动发现加密货币领域的监管空白，积极参与监管法律法规的建议、起早、落地。

核心观点

Coinbase是美国第一家持有合规牌照的加密货币交易所，公司近20%的员工致力于合规、牌照相关工作，同时谨慎选择进入平台的加密货币种类。自从加密货币交易所出现以来，各类服务器遭受攻击、资金被盗事故频发，Coinbase在安全性方面领先。成立以来，Coinbase在合规、安全方面记录良好，构筑起信任护城河。客户数量的增长与Coinbase的合规投入已形成良性循环。Coinbase在品牌影响力、用户信任、合规和产品体验等方面优势明显。Coinbase从成立之初时的加密货币行业先行者，已成长为行业标准制定者。

风险提示：行业竞争加剧的风险，盈利不及预期的风险，监管风险，技术风险，汇率风险等

中泰·互联网研究

区块链定义

是一种去中心化的、基于点对点网络的、分布式账本数据库；本质上，是一种数据库技术



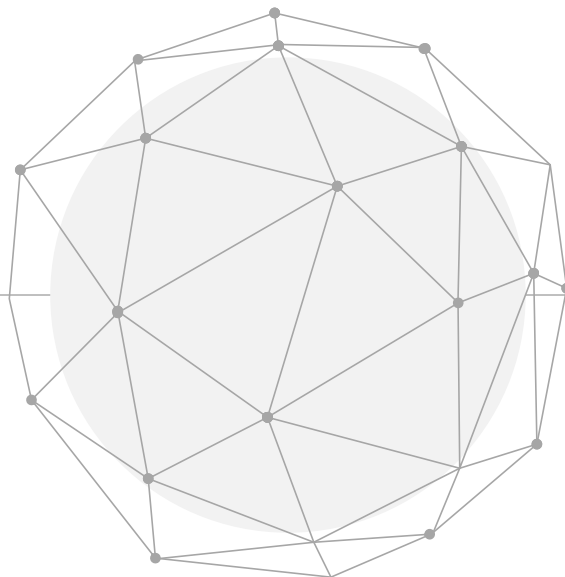
去中心化

分布式账本无中心，或每一个账页都是中心



点对点网络

以点对点的连接方式，把各个计算机连接起来，网络的拓扑结构有星形、环形、树形和网状形等；没有客户端或服务器的概念，只有平等的同级节点



分布式账本数据库

每个节点都会同步存储、共享、复制整个账本数据库的数据；整个数据库通过密码学技术进行加密，这些被保存的信息无法被篡改



区块

是区块链的基本组成单位；每个区块储存了以往的交易信息，下一个区块基于此区块产生；区块链是区块根据时间顺序连接起来的链条



分为公有链和许可链

公有链：对所有人开放，交易透明可溯，匿名，去中心化；目前全世界公有链的应用全部是加密货币，如比特币。许可链：企业级的应用，写入和查询数据通过授权控制，满足监管需求，可审计性强，相比公有链大大提升交易速度



区块链1.0与比特币

- 2008年10月31日，中本聪发表白皮书《比特币：一种点对点电子现金系统》；中本聪是比特币创造者的化名，其真实身份长期不为外界所知；
- 2009年，中本聪挖出比特币0号区块，即“创世区块”（Genesis Block），比特币网络上线

2008-2013年

区块链1.0阶段

- 以比特币为代表的加密货币领域创新，应用场景包括货币转移、兑付和支付系统等货币职能
- 经济形态以比特币及其产业生态为主

2013年-至今

区块链2.0阶段

- 以智能合约为代表的企业级应用领域
- 区块链应用从货币体系拓展到涉及交易的商业合同，比如股权、债权、产权的登记转让，期货、金融合约的清算结算，以及博彩、防伪等其他金融领域
- 目前我们处于区块链2.0阶段时期，小规模局部应用为主，行业级和生态级应用很少

展望未来

区块链3.0阶段

- 区块链将进入社会治理领域
- 应用场景包括身份认证、公证、仲裁、审计、物流、医疗、签证、投票等
- 应用范围扩大到整个社会，区块链技术有可能成为“万物互联”的一种最底层的协议

什么是比特币？



比特币

- 简单来说，是一种基于去中心化，采用点对点网络，以区块链为底层技术的**加密货币**
- 具体地，是不依靠特定机构发行的、基于开源的点对点软件&网络的、通过特定算法的大量计算产生的一串串复杂的**计算机代码**
- 比特币是一串代码，天然并不是货币，由于比特币的某些特点，人们逐渐**赋予了其货币属性**



可信性

- 系统中**任何节点在任何时候**都能查看区块链上**任何历史交易信息**
- 交易行为经由**整个**点对点网络中众多节点构成的分布式数据库来**确认**，以共识算法（如工作量证明POW, Proof Of Work; 权益证明POS, Proof Of Stake）为基础的强大算力确保数据**不可篡改**和**不可伪造**



稀缺性

- **无货币发行机构**，无任何组织或个人可控制货币的发行，而是依据特定算法产生
- 加密货币一般由算法设定**上限**，比特币的总供应量为**2100万个**



挖矿&矿工

- 系统中储存了以往的交易信息，其中，交易信息的确认由矿工完成，矿工通过**贡献算力**（POW、POS机制）、进行**哈希碰撞**穷举随机数来确认账页信息，记账成功则获取一定比特币作为**奖励**，这一过程叫做**挖矿**；确认后的账页信息成为**区块**，成为区块链的一部分
- 以上过程中竞争记账权的人或组织称为**矿工**



比特币产量

- 比特币网络中**约10分钟**产生一个**区块**，一定数量的比特币随之被挖出，系统设定比特币奖励**每21万个区块减半一次**，旨在降低比特币通胀
- 比特币已发生三次产量减半，分别发生于**2012、2016、2020年**，减半前后挖矿奖励分别为**50→25, 25→12.5, 12.5→6.25个**比特币；
- 下次减半预计发生于**2024年**，减半后挖矿奖励变为3.125个比特币



其他加密货币

- 除比特币外，其他常见加密货币包括：ETH（以太币）、LTC（莱特币）、USDT（泰达币）、瑞波币（XRP）、DOGE（狗狗币）、DOT（波卡币）、ADA（艾达币）等

Coinbase将加密货币交易流程简化为一个操作界面

比特币交易流程



用户A拥有一定数量的比特币



用户A打算将一些比特币从自己的地址发送到另一个地址，此时在区块链网络触发交易请求



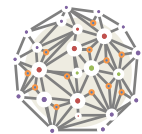
交易请求被发送到一个由众多节点组成的点对点网络中



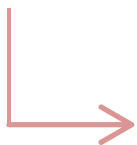
这个包含你交易信息的新区块，现在加入到已有的区块链中，成为它们的一部分



矿工通过贡献算力来确认这笔交易，这笔经确认的交易即构成新的区块，矿工完成这一过程可获得比特币作为奖励



节点由矿工组成，比特币的交易确认和新区块的构建由矿工完成，矿工们争相去确认这条交易信息



交易完成，用户A的比特币经由区块链发送到了目的地址，此交易信息成为区块链的一部分，所有人都能看到此信息

Coinbase操作界面

Invest



Store

Asset	Balance	Buy Price	Market Price	Actions
Bitcoin	48,718.87 BTC	\$19,000.00	\$19,000.00	Withdraw Deposit
Ethereum	53,884.83 ETH	\$170.00	\$170.00	Withdraw Deposit
Maker	100,000.00 MKR	\$100.00	\$100.00	Withdraw Deposit
Maker Lumens	100,000.00 XLM	\$1.00	\$1.00	Withdraw Deposit
Compound	100,000.00 COMP	\$1.00	\$1.00	Withdraw Deposit
Compound	1,798,492.01 ATOM	\$0.50	\$0.50	Withdraw Deposit
Tezos	493,523.89 XTZ	\$0.50	\$0.50	Withdraw Deposit

加密货币交易所上市：起点or终点？

密码学家Whitfield Diffie和Martin Hellman提出公钥密码学概念；计算机科学家David Chaum 使用“盲签名”创建eCash；密码学家Adam Back使用（POW）Proof of Work系统创建Hashcash
1970-1990年代

中本聪挖出比特币 0 号区块，即“创世区块”，比特币网络上线

2009

莱特币发行；多家比特币交易所成立

2011

Coinbase与Paypal建立合作，合规进程推进，成为第一家监管框架下加密货币交易所；Mt.Gox和其他数家比特币交易平台被盗；以太坊、泰达币发布

2014-2015

国内监管部门叫停ICO；Coinbase持续获得更多监管牌照，如BitLicense

2017-2018

Coinbase上市

2021

2008

中本聪发表白皮书《比特币：一种点对点电子现金系统》；中本聪是比特币创造者的化名，其真实身份长期不为外界所知

2010

比特币矿工Laszlo Hanyecz用10000个比特币买了两个披萨，这些比特币在2021年价值5亿美元；第一个比特币交易所MT.Gox成立

2012

Coinbase成立；比特币产量第一次减半

2016

比特币产量第二次减半；比特币交易额突破千亿美元大关

2019-2020

国内推出一系列支持区块链技术发展的政策；Coinbase业务覆盖付款、收款、投资、消费、质押等；加密货币市场持续高景气；2020年比特币产量第三次减半

目录

CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01. 公司简介与分析框架

02. 商业模式：交易为主，服务为辅，资产、产品、客户飞轮效应良性循环

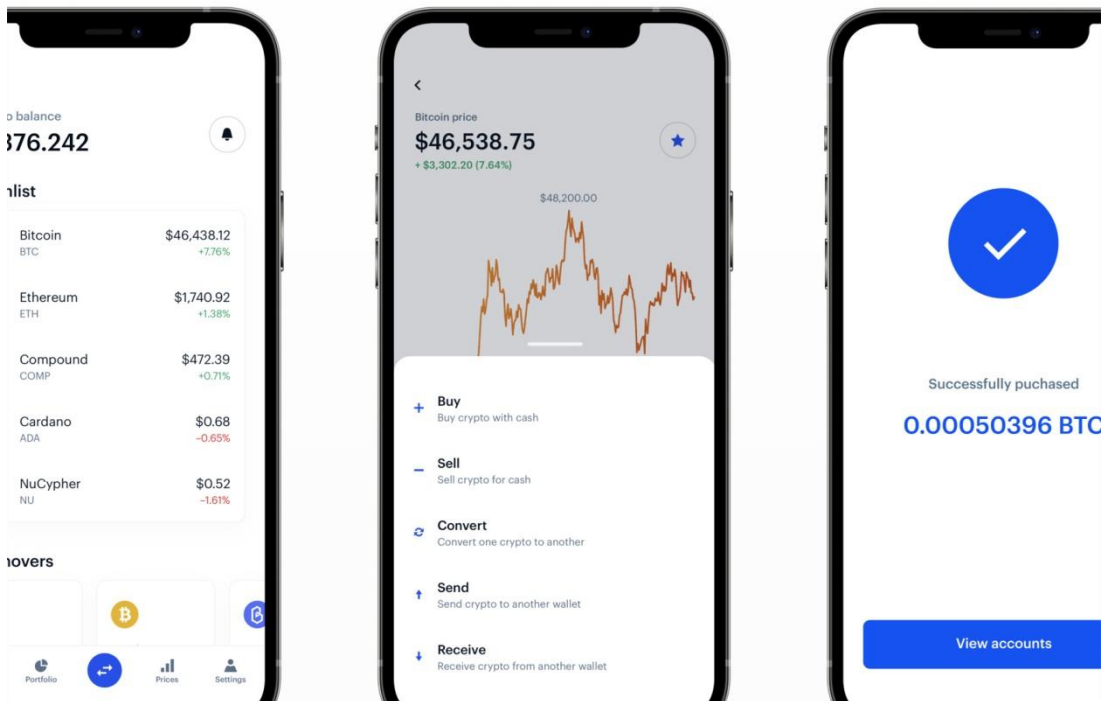
03. 竞争格局：中心化交易所CEX体量大，Coinbase交易量领先

04. 成长亮点：前瞻性布局合规，主动拥抱监管



1

公司简介与分析框架



Coinbase简介

- **成立**：2012年
- **地址**：注册于特拉华州，“公司法第一州”；无实体总部
- **性质**：是目前美国最大的加密货币综合金融服务商
- **上市时间**：2021年4月14日在纳斯达克以DPO（Direct Public Offering，直接公开发行）形式上市；“加密货币第一股”
- **商业模式**：交易为主，订阅和服务为辅
- **客户群体**：零售客户、机构客户、生态系统合作伙伴
- **客户数量**：截至2021年11月10日，拥有用户7300万，其中月活跃用户740万
- **平台货币**：以比特币、以太币为主，占80%左右
- **技术**：整合15个区块链协议，支持超过90种加密货币的托管或交易
- **管理层**：多元文化背景，专业技术与创业经验兼备
- **股权结构**：清晰、稳定，创始人CEO为最大股东
- **对监管态度**：主动拥抱监管，从加密经济先行者到标准制定者

14轮融资，金额达5.47亿美元

融资亮点

- 14轮融资，金额达5.47亿美元
- 从新兴金融机构传统金融机构
- 美国首家拥有正规牌照的加密货币交易所
- 纳斯达克DPO



2013.12, B轮, 2500万美元
2013.5, A轮, 611万美元
2012.9, 天使轮, 60万美元

FundersClubS, SV Angel, Red Swan Ventures, Union Square Ventures, Ribbit Capital等



2016.7, 战略融资, 1050万美元
2015.1, C轮, 7500万美元

New York Stock Exchange, Blockchain Capital, Bank Of Tokyo - Mitsubishi UFJ等



2018.10, E轮, 3亿美元
2017.8, D轮, 1亿美元

Institutional Venture Partners, 老虎环球基金, GIC新加坡政府投资公司, Wellington Management等



2021.4, 纳斯达克DPO
2018.12, 战略融资, 2130万美元

True Capital Management, Chainfund Capital, Fundamental Labs等

2012-2013

2015-2016

2017-2018

2018-2021



Brian Armstrong

- **职位：**CEO，联合创始人
- **简介：**莱斯大学计算机科学、经济学学士，计算机科学硕士，曾任AirBnb软件工程师、Deloitte企业风险管理顾问



Surojit Chatterjee

- **职位：**CPO（首席产品官）
- **简介：**IIT计算机科学与工程技术专业，曾任谷歌购物产品管理副总裁、电子商务公司Flipkart高级副总裁兼产品主管



Emilie Choi

- **职位：**COO
- **简介：**约翰·霍普金斯大学学士，沃顿商学院硕士，曾任LinkedIn 副总裁和企业发展主管、华纳兄弟公司企业业务发展和战略经理



Paul Grewal

- **职位：**CLO（首席法律官）
- **简介：**麻省理工学院土木与环境工程学士、芝加哥大学法学博士，曾任Facebook 法律顾问副总裁、加利福尼亚州北部地区法院法官



Alesia J. Haas

- **职位：**CFO
- **简介：**圣路易斯-奥比斯波加州理工州立大学工商管理学士，曾任玉夫资本管理公司首席财务官、商业银行OneWest Bank N.A. 首席财务官

- **同股不同权**：公司股票分为A类股和B类股，A类股每股对应1份投票权，B类股每股对应20份投票权，B类股可随时转换为A类股
- **最大股东为创始人CEO**：联合创始人CEO，Brain Armstrong拥有最高投票权，达21.5%；联合创始人兼董事会成员，Frederick Ernest Ehrsam III拥有8.9%投票权
- **公司战略方向把控**：同股不同权、DPO形式上市降低了管理层投票权的稀释程度，创始人牢牢把握公司战略发展方向

	A 类股		B 类股		总投票权占比
	股数 (万股)	占比	股数 (万股)	占比	
Brian Armstrong (CEO, 创始人)	275	9.40%	3,685	21.60%	21.50%
Surojit Chatterjee (CPO)	200	7.00%	-	-	<1%
Paul Grewal (CLO)	92	3.30%	-	-	<1%
Marc Andreessen (董事)	552	20.80%	2,396	14.10%	14.10%
Frederick Ernest Ehrsam III (董事)	257	9.70%	1,511	8.90%	8.90%
Kathryn Haun (董事)	18	<1%	29	<1%	<1%
Kelly Kramer (董事)	-	-	-	-	-
Gokul Rajaram (董事)	-	-	-	-	-
Fred Wilson (董事)	-	-	1,390	8.20%	8.10%
全体执行官和董事	1,600	46.80%	9,195	53.50%	53.50%

核心能力

加密货币交易
(占比85.4%，2021Q3)

零售客户交易 (80.6%)

机构客户交易 (4.8%)

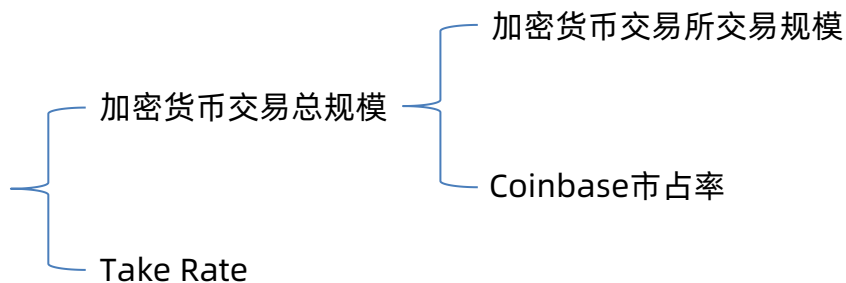
加密货币订阅与服务
(占比5.7%，2021Q3)

加密货币质押 (2.5%)

加密货币托管 (1.6%)

借贷款、构建加密生态等

核心驱动因素/重要影响变量



资产

- 加密货币的广度 (种类)
- 加密货币的深度 (流动性)

产品

- 增值服务
- 加密货币生态系统

客户

- 安全、合规、信任
- 便利性等用户真实体验

区块链“挖矿”创新

区块新技术催生需求

加密货币托管需求

安全、合规

加密货币生态趋势

生态系统合作伙伴

增长逻辑/市场机会

市场机会 (外在)

- 投资者对加密货币的接受度不断提高，加密资产与传统资产关联性逐渐提高，加密货币正逐渐进入主流市场的视野，市场不断扩大
- 加密货币交易所虽有一定数量，但大多因为规模、安全问题而被市场很快淘汰，Coinbase市场占有率相对稳固，是加密货币第一股

公司增长逻辑 (内在)

- 公司起步于交易板块，后推出订阅与服务板块，并持续推进业务多元化，有效降低收入波动性
- 公司不断增加加密资产的种类；实行差异化费率，鼓励大交易量客户的做市行为，为平台提供流动性
- 公司商业模式形成资产、产品、客户三者良性循环，互为因果，互相促进
- Coinbase一直将合规与安全放在首要位置。成立以来，Coinbase在合规、安全方面记录良好，主动拥抱监管，构筑信任护城河



2

**商业模式：交易为主，服务为辅，
资产、产品、客户飞轮效应良性
循环**

商业模式



交易：撮合交易的买卖双方



订阅与服务：为客户提供托管、存币、质押等增值服务

	零售客户	机构客户	生态系统合作伙伴	定义	收费类型	收费基础
(一) 交易						
投资	✓	✓		撮合法定-加密、加密-加密货币之间交易	交易费	交易额，浮动费率
消费	✓		✓	加密货币兑换为法定货币		
付款与收款	✓	✓	✓	加密货币转账	一般免费	
(二) 订阅与服务						
托管		✓	✓	加密货币托管；服务超过 90 种加密货币		托管金额、时间
存币	✓			提供USDC/Dai（稳定币）银行服务，赚取利息或佣金，给予用户奖励		存币金额、时间
质押	✓	✓		为客户提供 POS（Proof of Stake）挖矿支持		客户 POS 挖矿收益
借款与贷款	✓	✓		为零售客户抵押加密货币借入美元；为机构客户提供信贷服务	订阅与服务费	借款规模
分发			✓	向用户分发教育视频和奖励		向客户分发加密货币的量
构建			✓	基础设施服务，如数据分析、跨链服务等		技术服务
支付			✓	帮助客户能够接受加密货币的支付		技术服务

飞轮效应



创新性金融产品和服务

- 持续推出加密货币**创新型、多元化产品**，构建加密经济体系
- 客户深度参与合作，**根据客户需求**进行开发
- 为合作伙伴提供**加密经济生态环境**，使其深度融入



加密资产的广度&深度

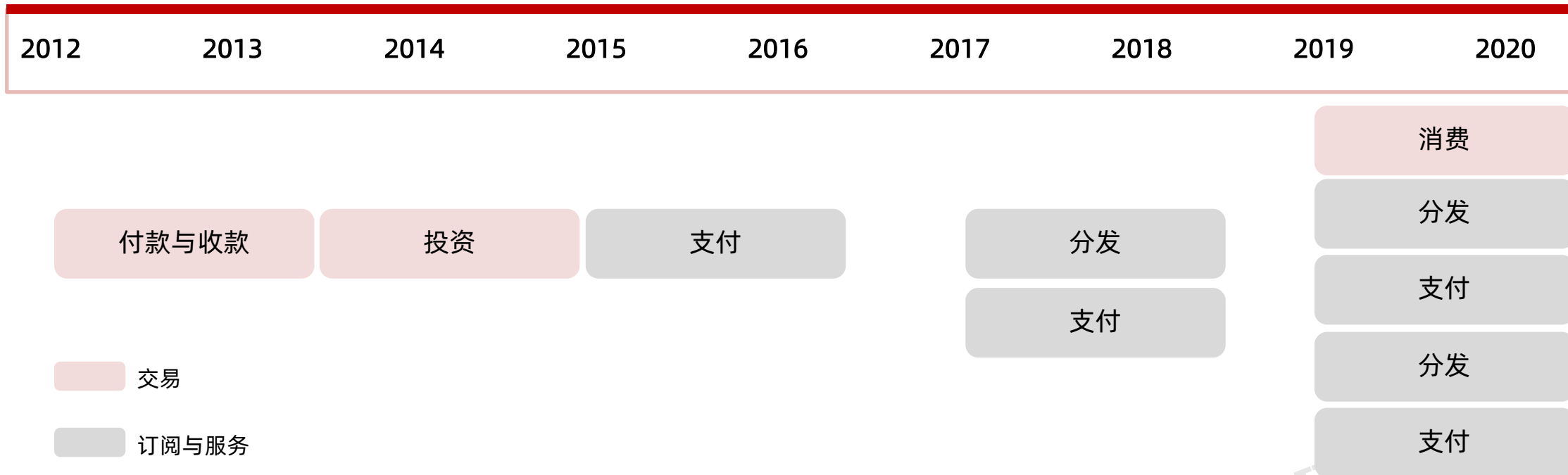
- 更多客户的到来带来了**更多的资产，增加了流动性**（深度↑）
- 平台持续审慎加入**更多加密资产种类**（广度↑）
- 持续对**监管、合规**投入，确保新进入资产完全规范



更多客户

- **重视客户加密货币使用体验**，根据客户反馈改进产品
- 持续进行**客户教育**，吸引新客户了解、接触、接纳、融入加密货币及生态系统
- **重视机构客户**，满足机构客户复杂的**安全、合规需求**
- 充分利用加密货币在线社区，了解客户最前沿动态和需求
- 积极开拓国际市场

多元化业务



- **交易与服务并重：**公司持续推进业务多元化，更加重视服务子版块，避免对交易费用过度依赖
- **以加密货币为中心构建加密经济体系：**公司旨在最大化加密货币的应用范畴，理论上法定货币的运行领域加密货币均可使用
- **视合规为业务拓展基石：**公司始终将监管合规放在拓展新业务时优先考虑的地位，合规是公司长久稳健发展的坚定基石

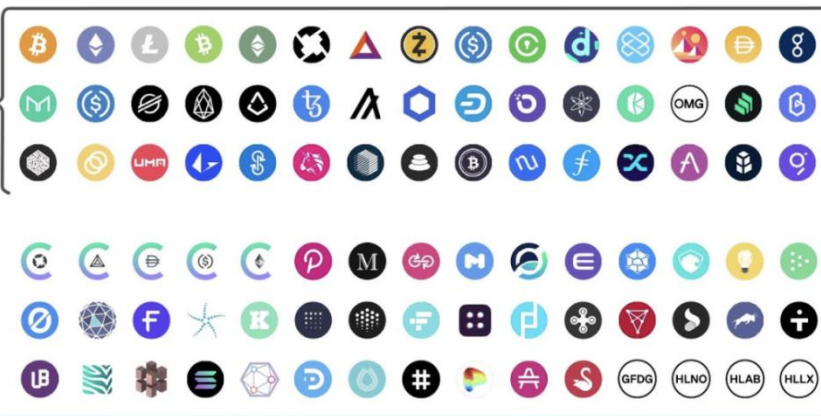
主要加密货币

Bitcoin BTC 比特币	CRO CRO	VeChain VET 唯链
Ethereum ETH 以太坊	Cosmos ATOM 阿童木币	Filecoin FIL
Tether USDT 泰达币	Wrapped Bitcoin WBTC	The Sandbox SAND
Binance Coin BNB 币安币	NEAR Protocol NEAR	EGLD Elrond EGLD
Solana SOL	Dai DAI	Theta Token THETA
USDC USDC	Algorand ALGO	Ethereum Classic ETC 以太经典
Cardano ADA 艾达币	Litecoin LTC 莱特币	Decentraland MANA
Ripple XRP 瑞波币	Bitcoin Cash BCH 比特现金	LEO Token LEO
Terra LUNA	Uniswap UNI	Tezos XTZ
Polkadot DOT 波卡币	Dfinity ICP	Klaytn KLAY
Avalanche AVAX	TRON TRX 波场币	Monero XMR 门罗币
Dogecoin DOGE 狗狗币	OKB OKB OK币	HNT Helium HNT
Shiba Inu SHIB 柴犬币	Stellar XLM 恒星币	Harmony ONE
Binance USD BUSD	Fantom FTM	Graph GRT
Matic Network MATIC	FTX Token FTT	Aave AAVE
ChainLink LINK	Hedera Hashgraph HBAR 哈希图	EOS EOS 柚子币

支持加密货币

Invest
45+ Assets

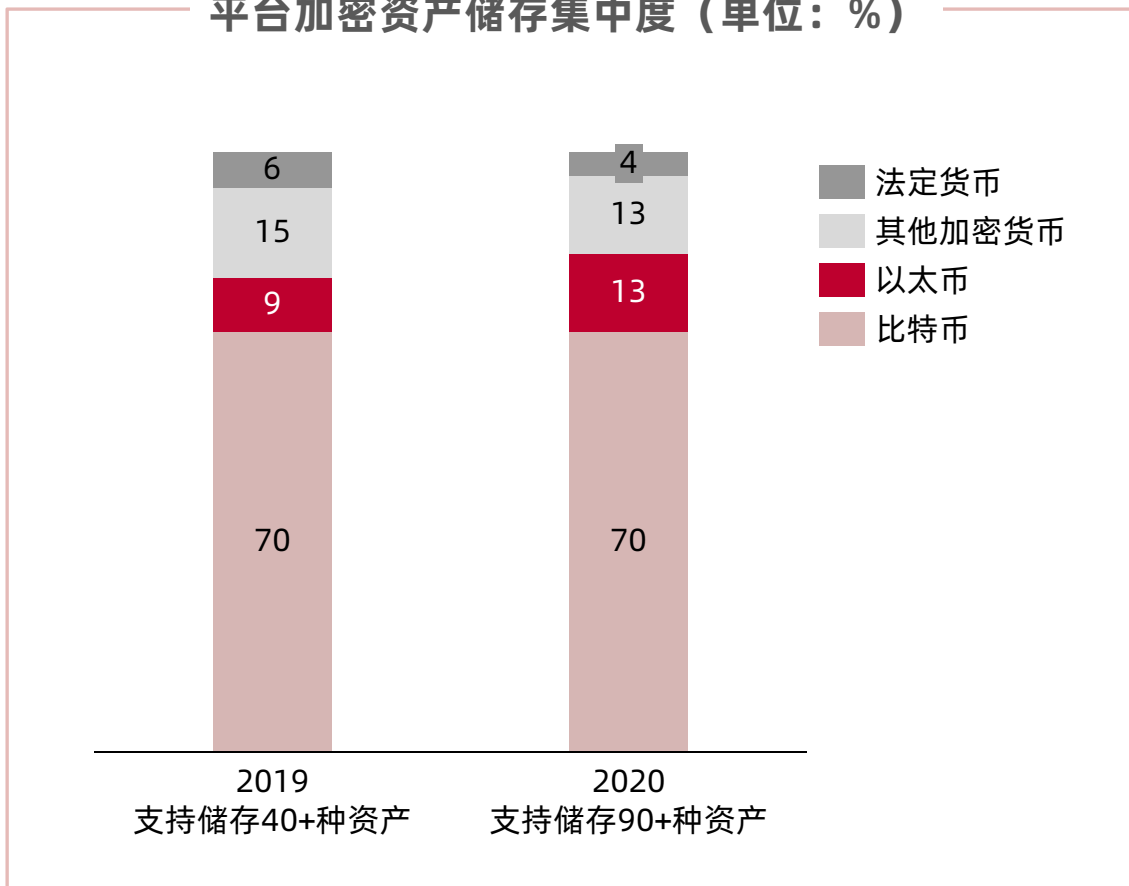
Store
90+ Assets



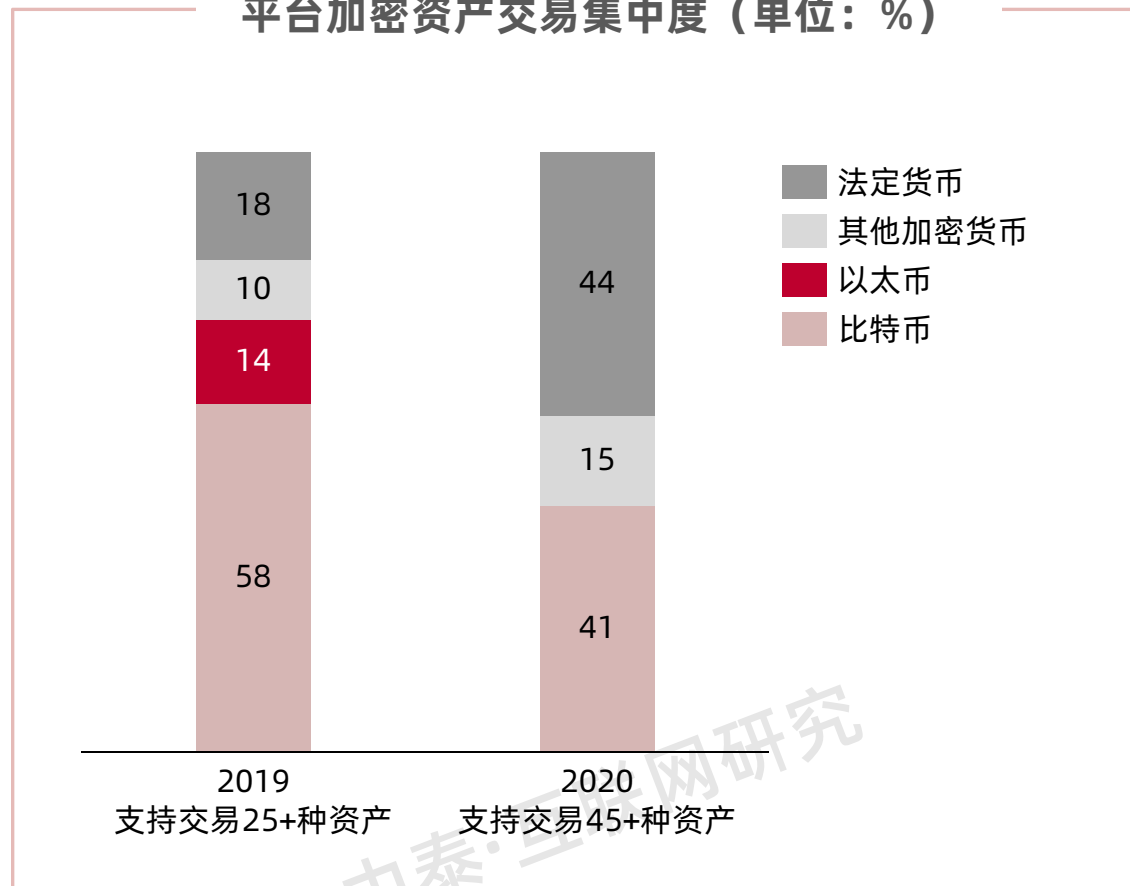
- **比特币交易起步，持续拓展加密货币种类：**公司2012年成立之初推出比特币交易服务，之后陆续支持以太币、莱特币、比特币现金等主流加密货币的交易服务；此服务基于法定-加密货币之间的交易
- **进一步支持加密-加密货币交易：**公司2018年推出Coinbase Convert功能，开辟加密-加密货币交易新市场
- **区块链协议与加密货币：**公司整合逾15个区块链协议，托管支持逾90种加密货币，其中支持逾45种加密货币的投资

存储、交易以比特币、以太坊为主，推进币种多元化

平台加密资产储存集中度（单位：%）



平台加密资产交易集中度（单位：%）



- **存储、交易以比特币、以太坊为主**：公司2019-2020年加密资产储存集中于比特币和以太坊；公司2019年加密资产交易仍集中于比特币和以太坊
- **分散化战略见效**：随2020年公司不断支持多种加密货币，比特币和以太坊占比下降，其他加密货币占比上升，我们认为，公司将持续推进币种多元化

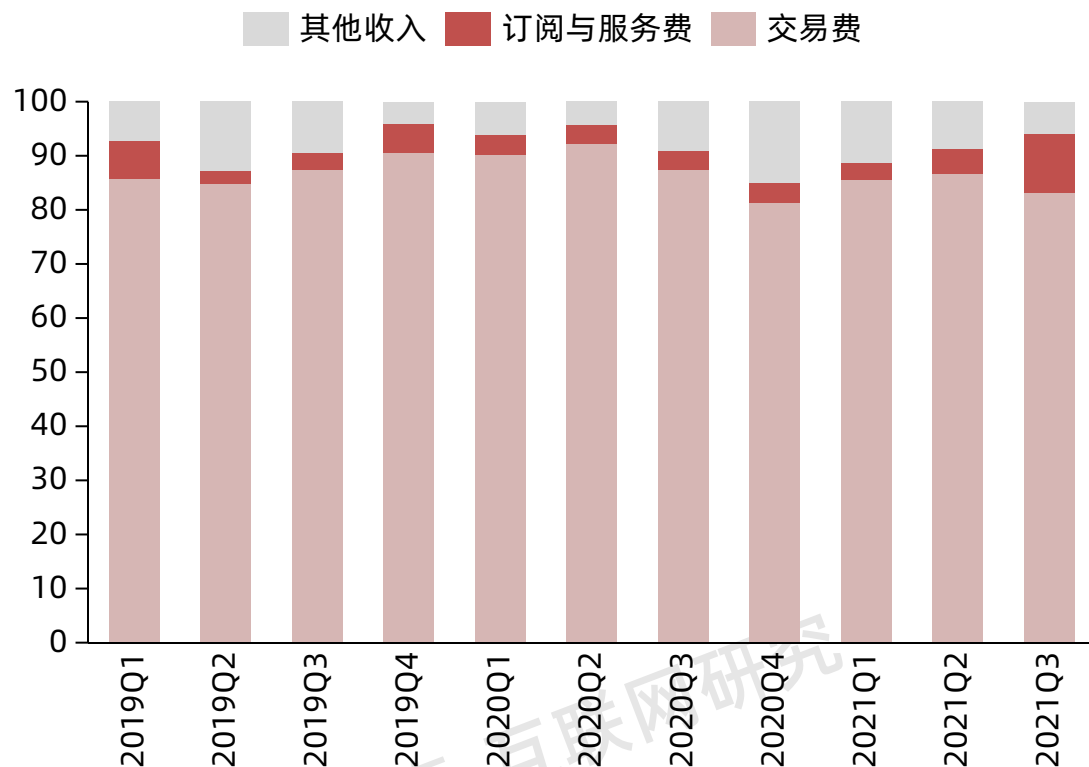
资料来源：招股说明书，中泰证券研究所

差异化交易费率，鼓励大额、挂单交易

平台差异化交易费率

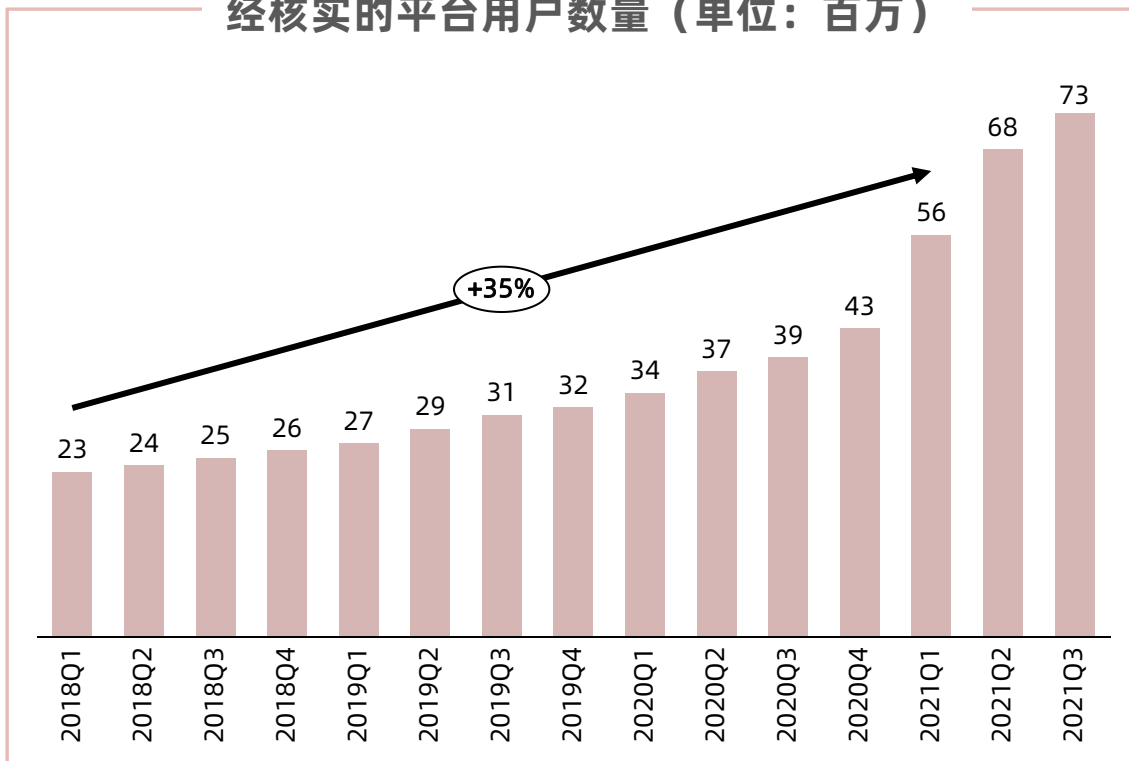
过去三十天的交易额 (美元)	吃单费率 (Taker Fee)	挂单费率 (Maker Fee)
小于1万	0.50%	0.50%
1-5万	0.35%	0.35%
5-10万	0.25%	0.15%
10-100万	0.20%	0.10%
100-2000万	0.18%	0.08%
2000-1亿	0.15%	0.05%
1-3亿	0.10%	0.02%
3-5亿	0.08%	0.00%
5-7.5亿	0.06%	0.00%
7.5-10亿	0.05%	0.00%
大于10亿	0.04%	0.00%

公司各项收入占比（单位：%）

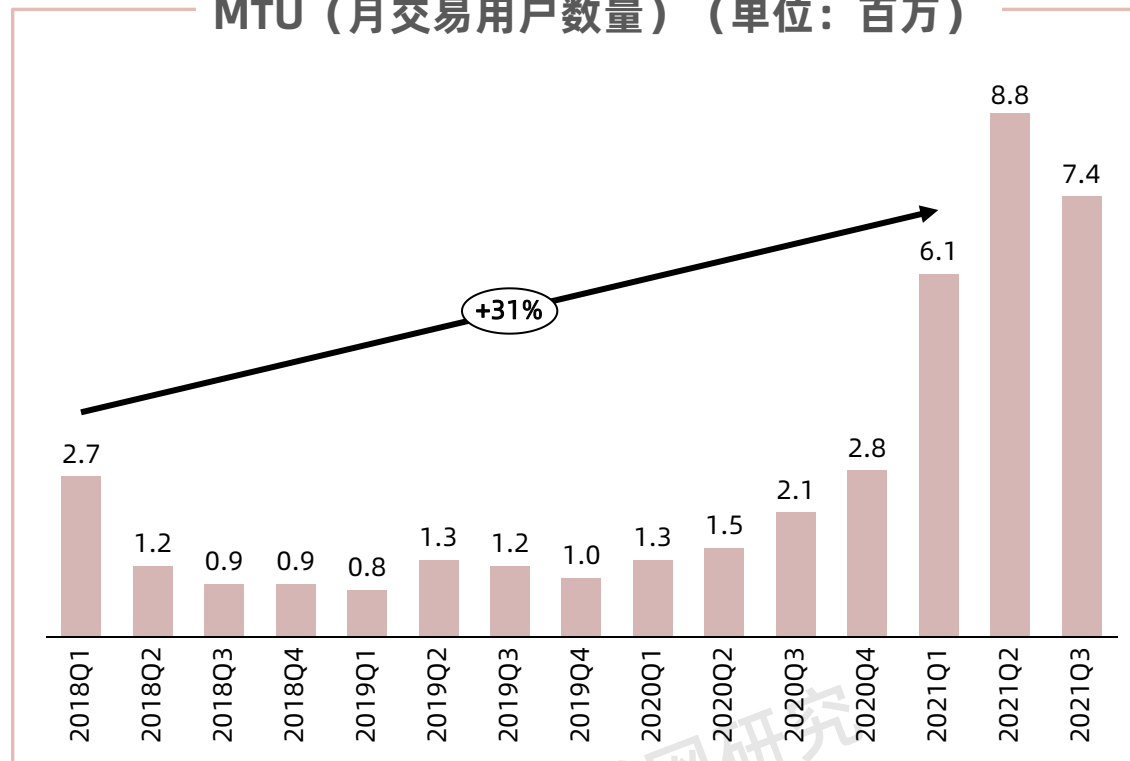


- **鼓励大额、挂单交易：**平台实行差异化费率，金额越大，费用率越低；平台鼓励挂单，持续吸引持有大额加密资产的客户来平台做市，对过去三十天交易额5000万美元以上的单子免交易费
- **交易费目前仍是公司主要收入来源：**公司2019Q1-2021Q3，交易费占总营收比例保持在80%以上，公司持续推进业务多元化

经核实平台用户数量（单位：百万）



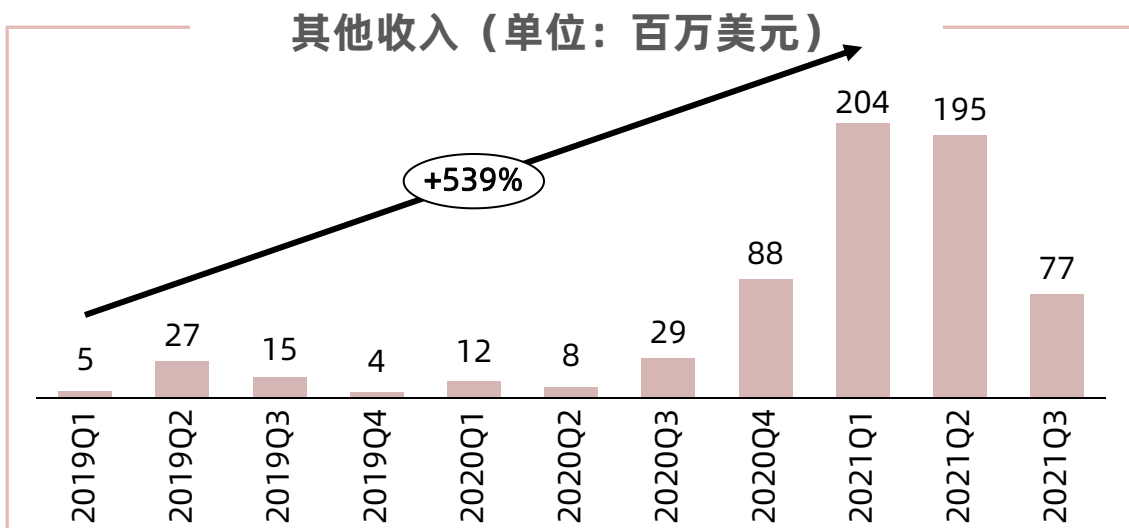
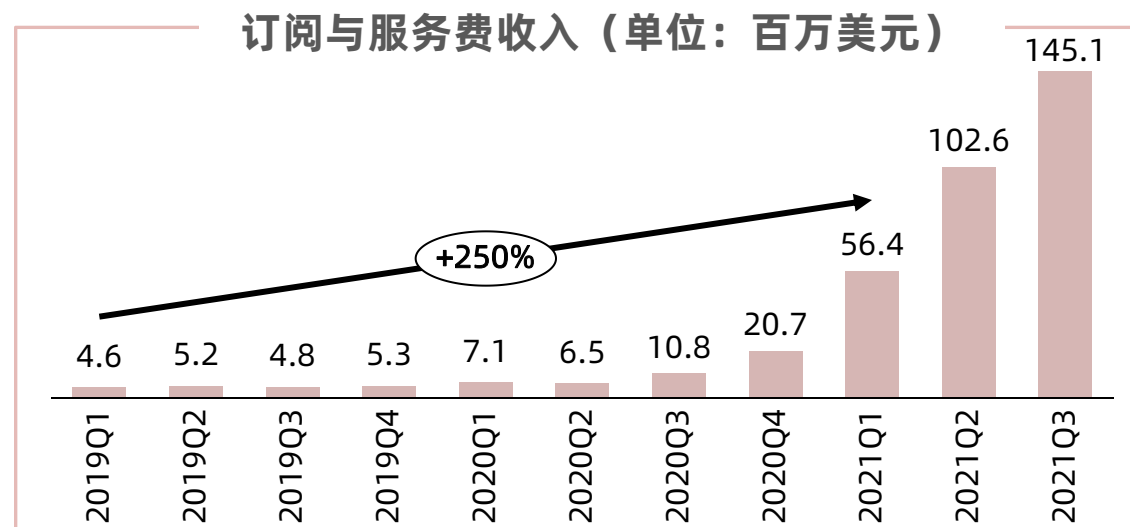
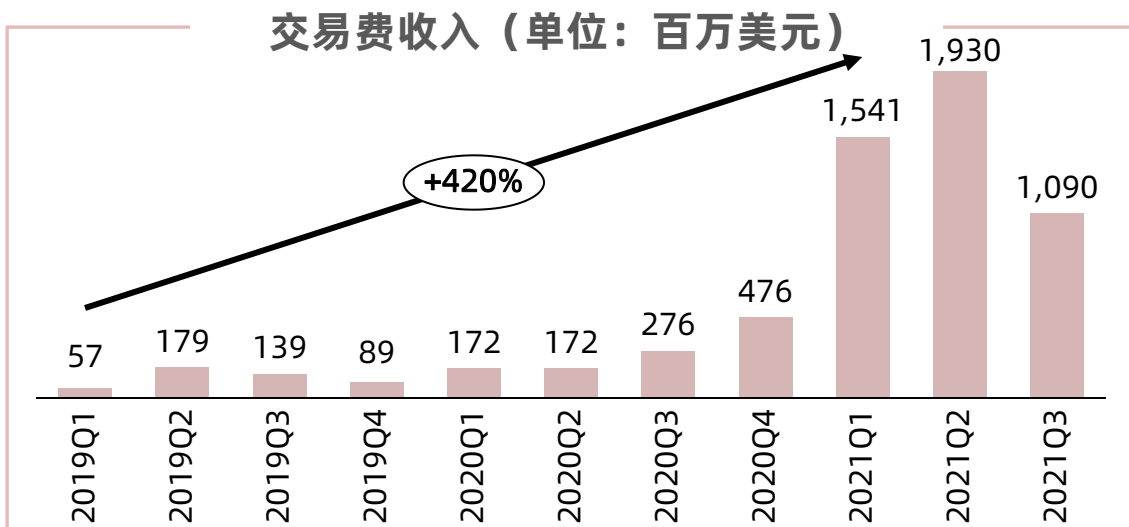
MTU（月交易用户数量）（单位：百万）



- **用户群体扩大：**公司2018Q1-2021Q1实现用户数量稳步增长，期间CAGR为35%，2021Q3数量已达7300万
- **MTU（月交易用户数量）稳健增长：**受2019-2019年加密货币行情影响，MTU一直保持稳定；公司于2018Q4陆续推出各项“订阅与服务”产品，开展多元化业务，扩展收入来源，MTU随之稳健增长；2018Q1-2021Q1期间MTU CAGR为35%，2021Q3数量已达740万，占总用户数的10.1%
- **加密货币行情与MTU：**回顾加密货币行情，我们发现比特币价格、加密货币波动性、MTU三者呈现正相关关系。我们认为，随着公司推出更多产品和服务、支持更多加密货币，MTU与比特币价格、加密货币波动性的相关性会减弱

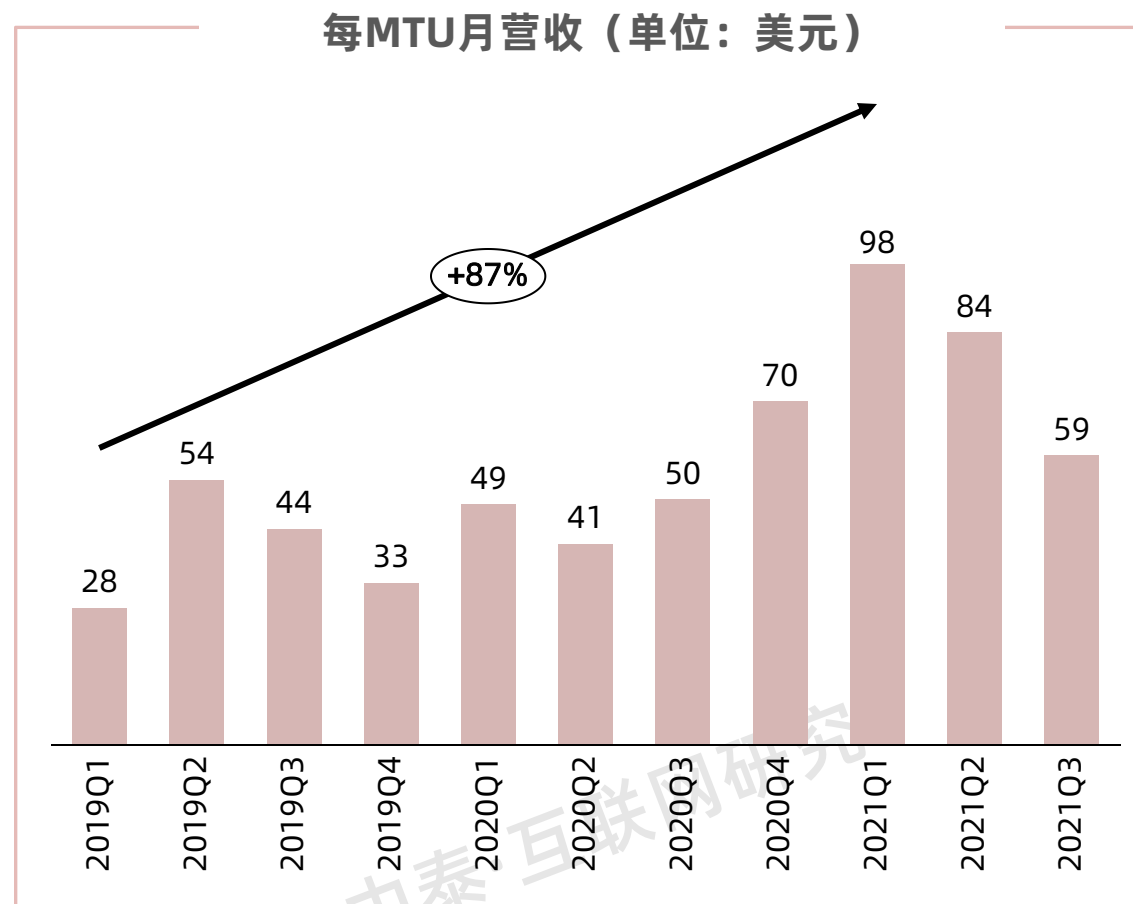
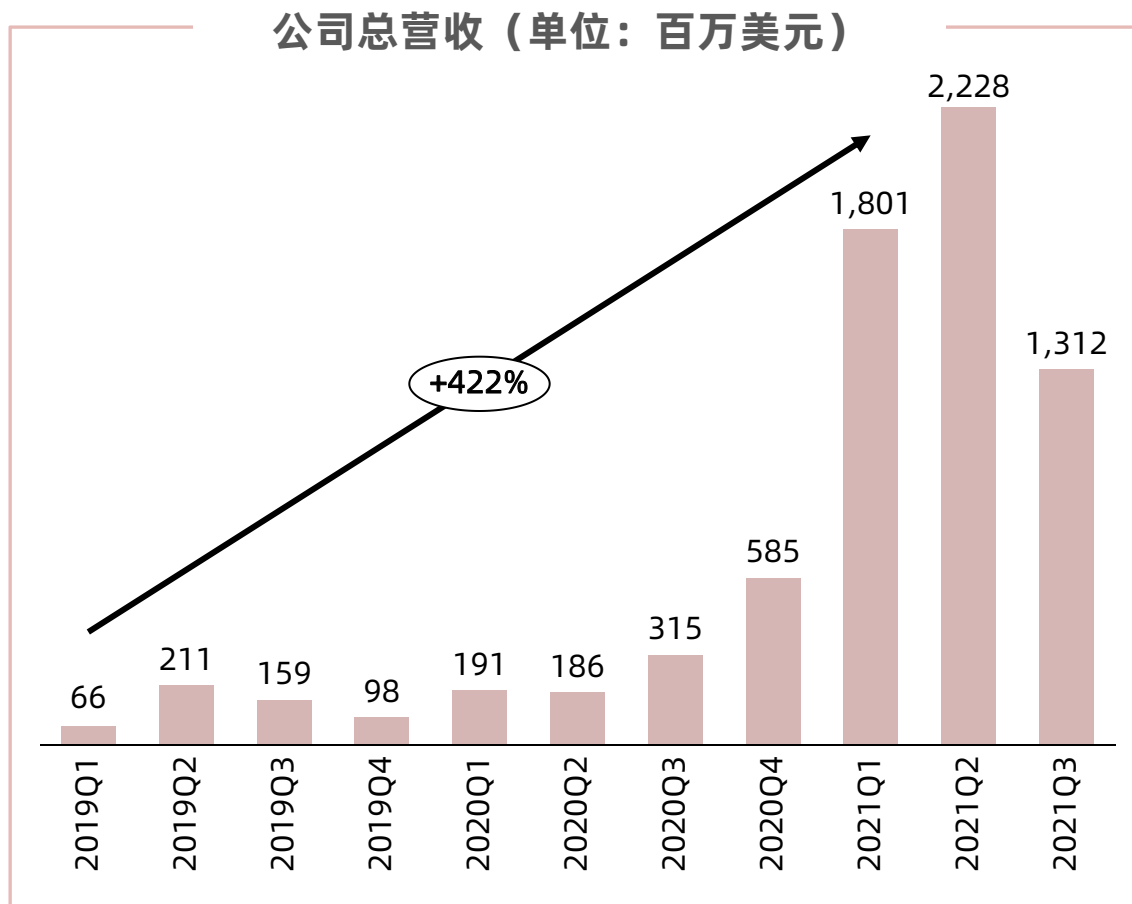
资料来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

各项营收：交易费、订阅与服务费收入快速膨胀



- 2019Q1-2021Q1期间交易费CAGR为420%，其中2021Q1交易费（15.41亿美元）超过2020年全年（10.96亿美元）
- 2019Q1-2021Q1期间订阅与服务费CAGR为250%，其中2021Q1订阅与服务费（0.56亿美元）超过2020年全年（0.45亿美元），是2019年全年（0.20亿美元）的2.8倍

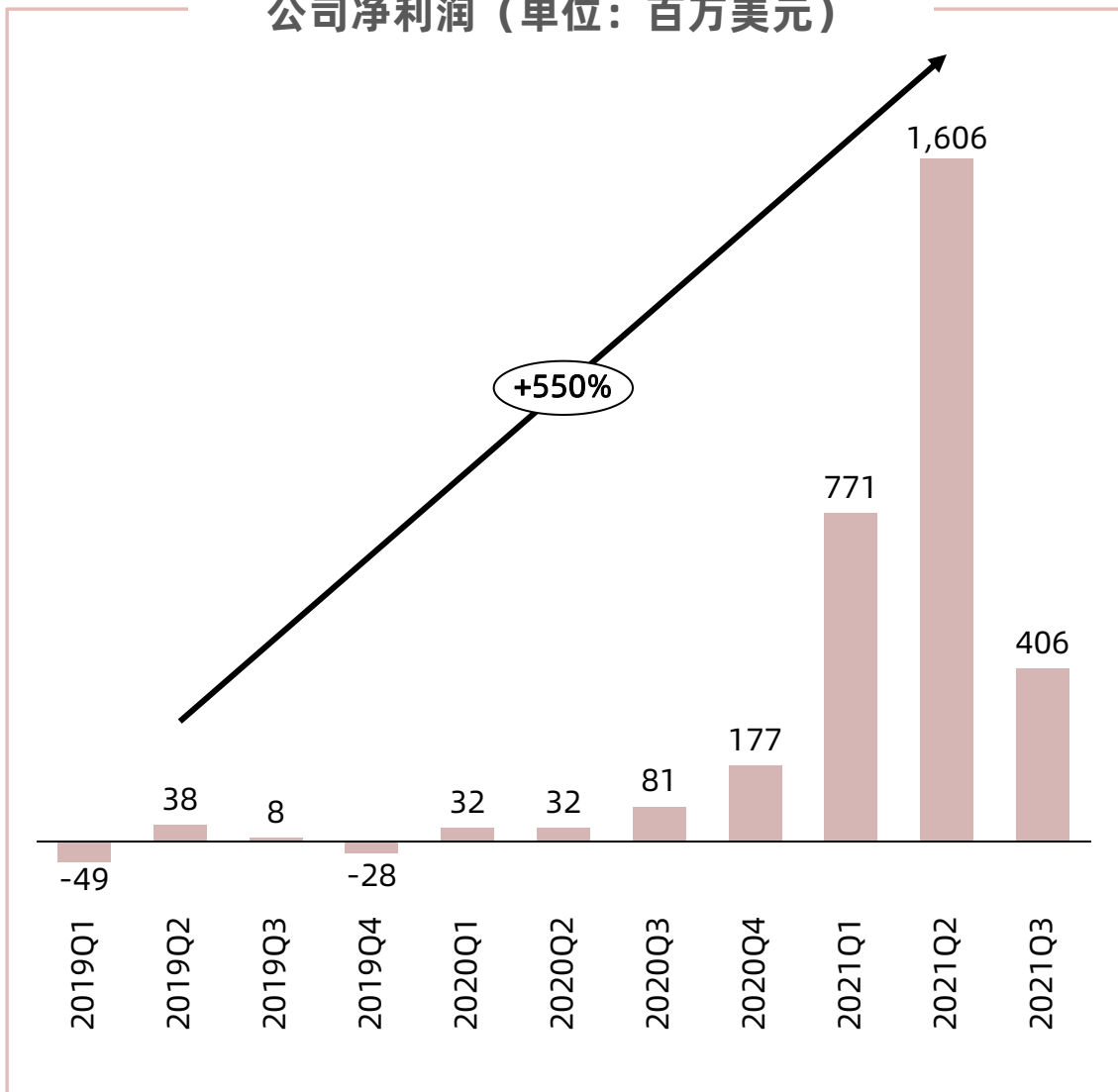
公司总营收、每MTU月营收高速增长



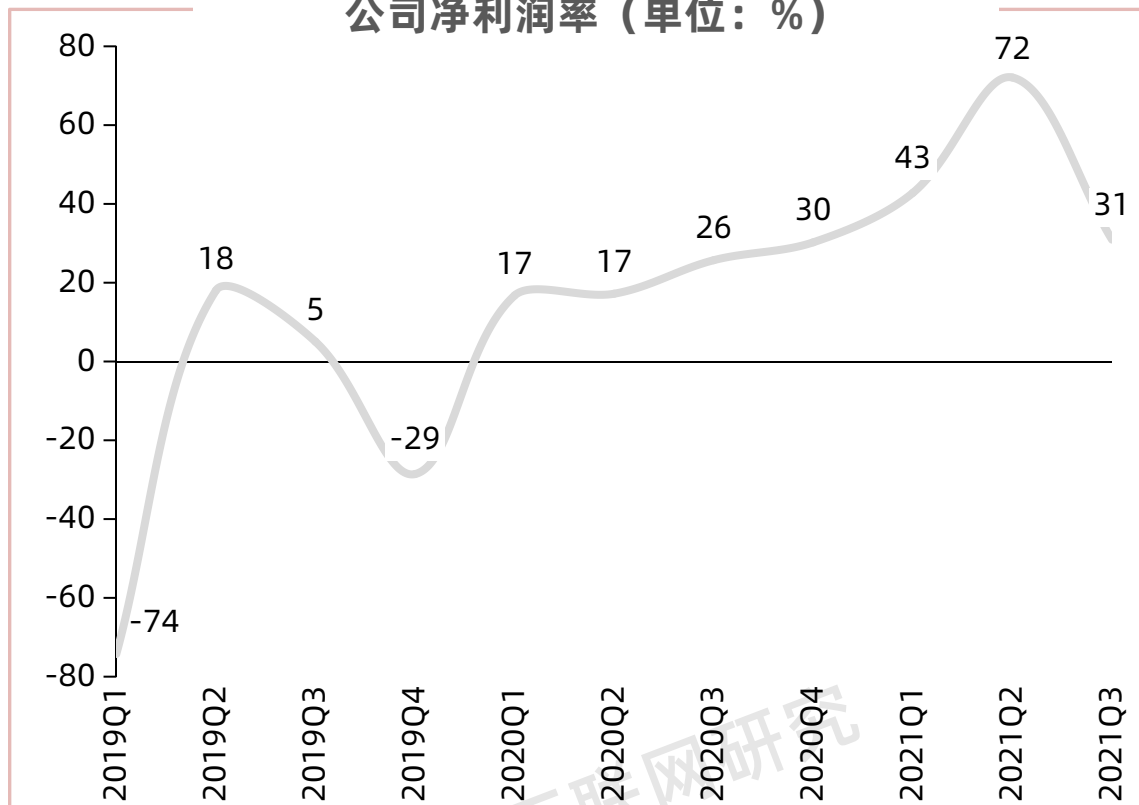
- 2019Q1-2021Q1期间公司总营收CAGR为422%，其中2021Q1总营收（18.01亿美元）与2019年、2020年两年总合（18.11亿美元）相当，是2019年（5.34亿美元）3.4倍
- 2019Q1-2021Q1期间公司每MTU月营收CAGR为87%，2021Q3总营收、每MTU月营收略有下降与比特币价格震荡下行有关联

净利润：公司在早期即收获正向净利润，并保持在较高水平

公司净利润（单位：百万美元）



公司净利润率（单位：%）



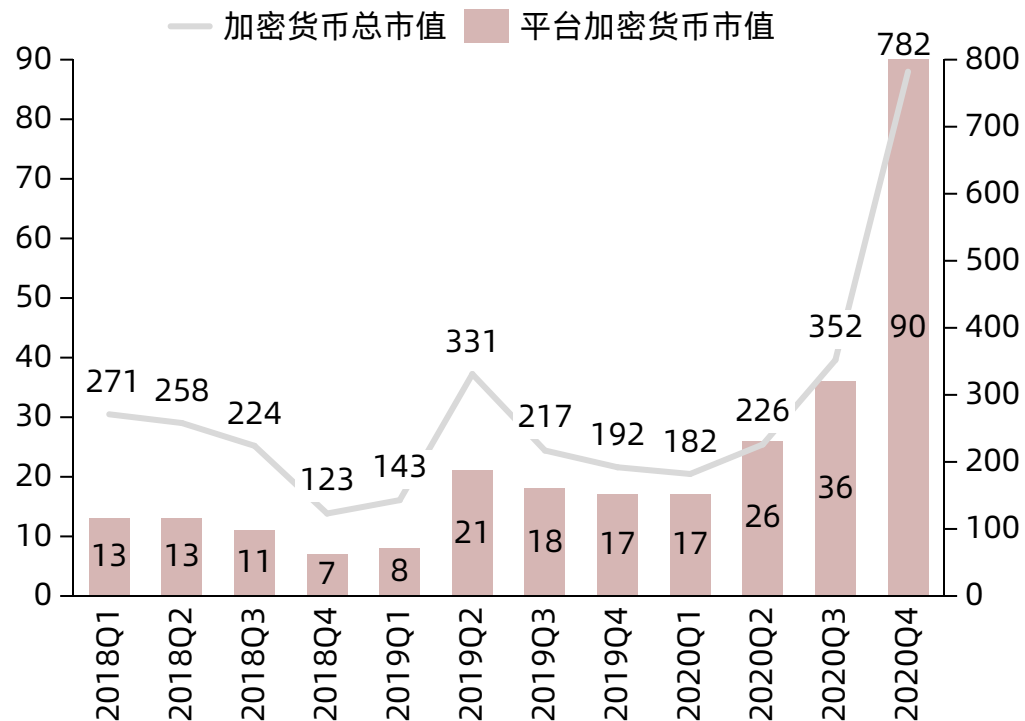
- **公司在上市前即实现正向净利润：**区别于其他互联网、科技类公司在上市后才扭亏为盈的常态，公司在上市前即实现正向净利润（2021Q2上市，2019Q2首次收获正向净利润）
- **公司在2020年实现正向利润后，净利润、利润率均保持在较高水平，**其中2021Q1净利润（7.71亿美元）是2019年、2020年两年总和（2.92亿美元）的2.6倍



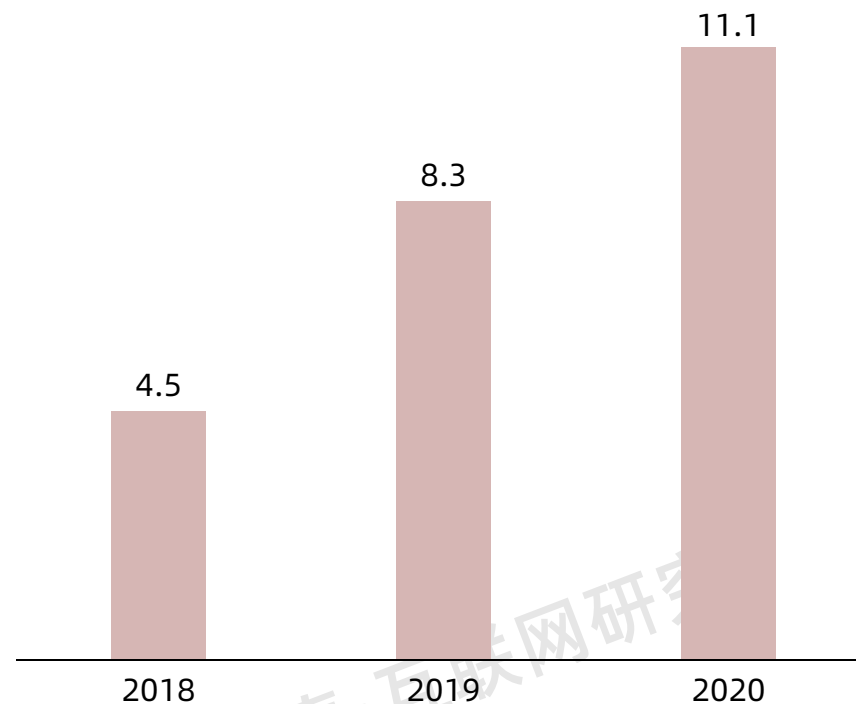
- **比特币价格分四阶段震荡上涨**：从2010年开始，比特币价格大致可分为四个阶段，每个阶段长度2-4年不等；比特币价格历经四个阶段实现震荡上涨，每一阶段的最低价均高于前一阶段的最高价
- **加密货币市场与主流市场关联性变强**：2020年之前，加密货币市场与主流市场（标普500指数）的相关性并不强；2020年之后，两者逐渐高度相关；我们认为，这表明以比特币为代表的加密货币正逐渐进入主流市场的视野，投资者开始对传统资产种类和以比特币为代表的新兴资产种类给予同等重视。我们预计，公司将继续目前的高盈利性，同时，加密货币的主流化趋势更加奠定公司高成长性的基础。

市场：加密货币总市值屡创新高，平台占比稳步提升

平台加密货币市值 VS 加密货币总市值
(单位：十亿美元)



平台加密货币市场占比 (单位：%)



- 平台加密货币规模占市场比例不断提升：公司2020Q4平台加密货币规模已达900亿美元，市场总规模达7820亿美元；公司资产占市场比例从2018年的4.5%提升到2020Q4的11.1%

Coinbase VS 传统交易所：主要财务指标

证券代码	NDAQ.O	ICE.N	0388.HK	COIN.O
证券名称	纳斯达克	洲际交易所	香港交易所	Coinbase Global
上市日期	2005-02-09	2013-11-13	2000-06-27	2021-04-14
总市值（2022/1/5，下同；百万美元）	32,611.64	74,589.10	71,611.06	50,407.38
员工总数	4,830	8,890	--	1,249
货币	法定货币	法定货币	法定货币	加密货币、法定货币
客户群体	美股投资者	美股投资者	港股投资者	加密货币投资者
每股净资产BPS（MRQ；美元，下同）	37.95	38.36	4.78	25.09
每股营业总收入（MRQ）	26.43	9.44	1.54	25.00
每股现金流量净额（MRQ）	-14.65	0.12	--	49.07
每股收益EPS（MRQ）	5.53	4.48	1.00	11.19
销售毛利率（TTM）	56.48	97.59	--	86.22
销售净利率（TTM）	19.56	43.97	65.15	49.96
总资产净利率ROA（TTM）	6.26	2.04	2.90	16.04
EBITDA/营业总收入（MRQ）	34.19	87.99	--	40.81
资产负债率（MRQ）	65.46	85.61	89.19	70.95
非流动资产/总资产（MRQ）	70.13	25.18	5.44	14.01
流动比率（MRQ）	0.98	1.01	1.07	1.65
应收账款周转天数（MRQ）	34.15	65.06	--	10.78
资产总计（相对年初增长率）（MRQ）	2.32	19.38	10.01	215.17
归属母公司的股东权益（相对年初增长率）（MRQ）	-1.37	10.57	-3.54	456.31
收盘价（美元）	195.02	132.39	56.43	234.23
市盈率PE（TTM）	28.33	24.40	43.65	17.03

Coinbase VS 传统交易所：杜邦分析

证券代码	NDAQ.O	ICE.N	0388.HK	COIN.O
证券名称	纳斯达克	洲际交易所	香港交易所	Coinbase Global
净资产收益率ROE	14.53%	12.33%	20.52%	88.04%
因素分解				
销售净利率	21.12%	47.87%	64.82%	52.12%
净利润/利润总额	76.07%	70.77%	83.94%	130.31%
利润总额/息税前利润	92.85%	91.79%	99.02%	100.00%
息税前利润/营业总收入	29.74%	73.69%	77.99%	52.11%
资产周转率	0.24	0.04	0.04	0.44
权益乘数	2.85	6.74	8.72	3.84

- **财务指标领先：**相比传统交易所，公司在每股营收、每股现金流、EPS、毛利率、净利率、ROA等财务指标领先，同时，公司的资产流动性较好，应收账款周转较快，公司资产、股东权益规模迅速扩张
- **盈利能力突出：**相比传统交易所，公司的ROE较高，通过杜邦分析可知，其较高ROE的来源于较高的销售净利率和较快的资产周转率



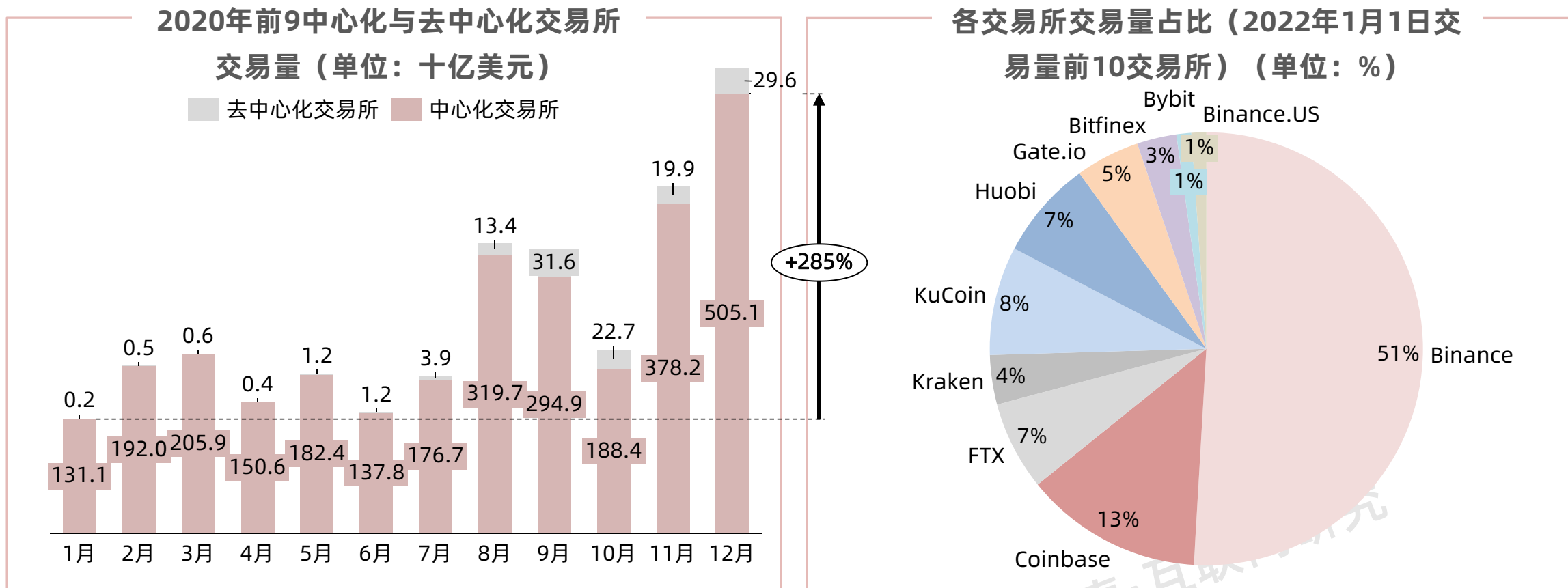
3

竞争格局：中心化交易所CEX体量大，Coinbase交易量领先

	排名	交易所	成立时间	24小时交易量 (2022年1月1日)	交易币种数量 (2022年1月1日)	开放国家
	1	Binance	2017年7月	138亿美元	419	全球
	2	Coinbase	2012年5月	36亿美元	141	全球
	3	FTX	2019年5月	18亿美元	304	全球
	4	Kraken	2011年7月	10亿美元	102	全球
	5	KuCoin	2017年8月	22亿美元	583	全球
	6	Huobi	2013年9月	20亿美元	370	全球
	7	Gate.io	2013年4月	13亿美元	1212	全球
	8	Bitfinex	2012年10月	8亿美元	172	全球
	9	Bybit	2018年3月	3亿美元	127	全球
	10	Binance.US	2019年9月	3亿美元	69	美国
	11	bitFlyer	2014年1月	1亿美元	8	全球
	12	Gemini	2014年10月	1亿美元	77	全球
	13	Bitstamp	2011年7月	3亿美元	51	全球
	17	Bithumb	2014年1月	10亿美元	190	全球
	18	OKEx	2014年1月	54亿美元	324	全球

- 加密货币交易机构主要分为中心化交易所（Centralized Exchange, CEX）、去中心化交易所（Decentralized Exchange, DEX）、传统金融机构三类
- 中心化交易所CEX集传统交易所、券商、银行功能为一体：截至2022年1月1日，基于日交易量，前10大加密货币交易所均为CEX。我们认为，CEX拥有庞大的用户量、交易量，为加密货币的交易提供了深度和广度
- 去中心化交易所DEX是基于区块链技术的交易所：基于区块链的分布式记账原理，DEX仅仅为加密资产的买家和卖家提供算法框架（自动做市商（AMM, automated market maker）存在），而不将个人信息和资金储存于中心化的服务器上；基于AMM，买卖双方直接进行交易
- 传统金融平台如Paypal、Square陆续涉足加密货币交易：此类金融平台拥有巨大的用户群体，为传统用户切入加密货币领域提供了简单直接的入口

CEX体量远大于DEX, Binance、Coinbase交易量领先

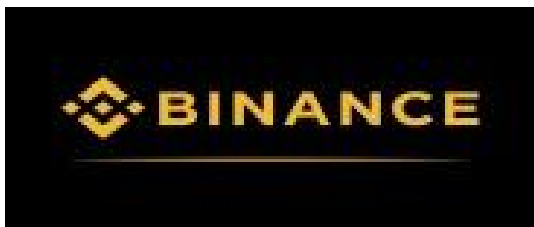


- **CEX交易体量远大于DEX:** 2012年末CEX交易体量相较年初增长285%; CEX、DEX体量都在增加, 我们认为, 现阶段DEX交易体量难以赶超CEX, 且CEX、DEX扮演了不同的角色, 并非相互替代: CEX扮演了传统交易所、银行、基金等角色, 重合规, 功能多, 效率高, 低门槛, 参与度广; DEX支持匿名, 个人保管私钥, 监管少, 总体上安全性高于CEX, 用户体验稍弱
- **交易所前两名占据三分之二江山:** Binance、Coinbase交易量在加密货币交易所中 (含CEX与DEX) 分列第一、二位; 排名前10且均为CEX

资料来源: Mr. Market, Coingecko, 中泰证券研究所

	Binance	Coinbase	Huobi	OKEx
是否上市	否	是	否	否
交易所类型	CEX	CEX	CEX	CEX
交易费用	挂单: 0.1% / 吃单: 0.1%	挂单: 0.15% / 吃单: 0.25%	挂单: 0.2% / 吃单: 0.2%	挂单: 0.10% / 吃单: 0.15%
加密货币数量	419	141	370	324
日交易规模	138亿美元	36亿美元	20亿美	54亿美元
支持法定货币	欧元、里拉、奈拉、卢布、南非兰特	美元、欧元、英镑	无	无
购买选项	加密存款、信用卡	银行转账、加密货币存款、信用卡	银行转账、加密货币存款、信用卡	银行转账、加密货币存款
支持衍生品交易	是	否	是（加密衍生品市场第一）	是（加密衍生品经验丰富）
交易种类	现货交易、保证金交易、保证金融资、期货交易	现货交易、保证金交易	现货交易、保证金交易、保证金融资	现货交易、保证金交易、保证金融资、期货交易
订单类型	限价、市价、止损	限价、市价、止损	限价、市价、止损	限价单、市价单、追踪单、触发单、冰山单、高级限价单
机构账户	有	有	有	有
交易API	有	有	有	有
存款保险	无	有	有	无
注册地区	马耳他	美国	塞舌尔	马耳他
总部	新加坡	无实体总部	新加坡	中国香港, 中国
成立年份	2017	2012	2013	2017
CEO	赵长鹏（中国创始团队）	Brian Armstrong	Leon Li（中国创始团队）	Jay Hao（中国创始团队）
员工总数	251-500	500+	1000+	250-500
营业收入	不披露	53.4亿美元（2021前三季度）	7830万美元（2021前三季度）	-
净利润	9亿美元（2020年）	27.8亿美元（2021前三季度）	1810万美元（2021前三季度）	-

资料来源: *Businessofapps, South China Morning Post, Blockfer, Mr. Market, iFinD, 中泰证券研究所*



Binance

- **优点:** 1) 安全性高, 采用多层、多集群系统架构; 2) 高达140万单/秒的高性能撮合引擎技术, 交易量大; 3) 币种比较多、手续费较低; 4) 充值提币速度较快; 5) 多语言支持
- **缺点:** 1) 不支持银行转账等传统方式存入资金; 2) 合约交易起步较晚, 尚不成熟



Coinbase

- **优点:** 1) 可以使用法币进行交易, 对于投资者来说是法币投资的入口和出口; 2) 申请注册快, 交易量大, 充值提现速度快; 3) 信誉非常好, 有交易所牌照, 安全性高
- **缺点:** 1) 币种暂时比较少, 只支持主流币种, 加入的币种审核较严; 2) 注册后需要ID认证才能交易



Huobi

- **优点:** 1) 支持OTC法币交易, 支持微信、支付宝和信用卡转账; 2) 申请注册简单, 币种较多, 成交量大, 安全性较高
- **缺点:** 1) 经常有用户投诉BTC提币速度慢, 客服服务滞后; 2) 允许杠杆交易, 风险性高



OKEx

- **优点:** 1) 币种多, 支持人民币交易; 2) 手续费低, 注册方便, 交易量大, 用户数量多
- **缺点:** 1) 提币速度经常被诟病; 2) 允许高倍杠杆交易, 对于新手投资者风险过大

中心化 VS 去中心化

传统金融平台

中心化交易所
CEX

去中心化交易所
DEX

- 创新程度越高
- 交易不需要第三方参与
- 更加独立于监管
- 匿名性更好
- 交易成本更低
- 更不依赖于服务器，稳定性更好
- 安全性越好

中心化程度越高



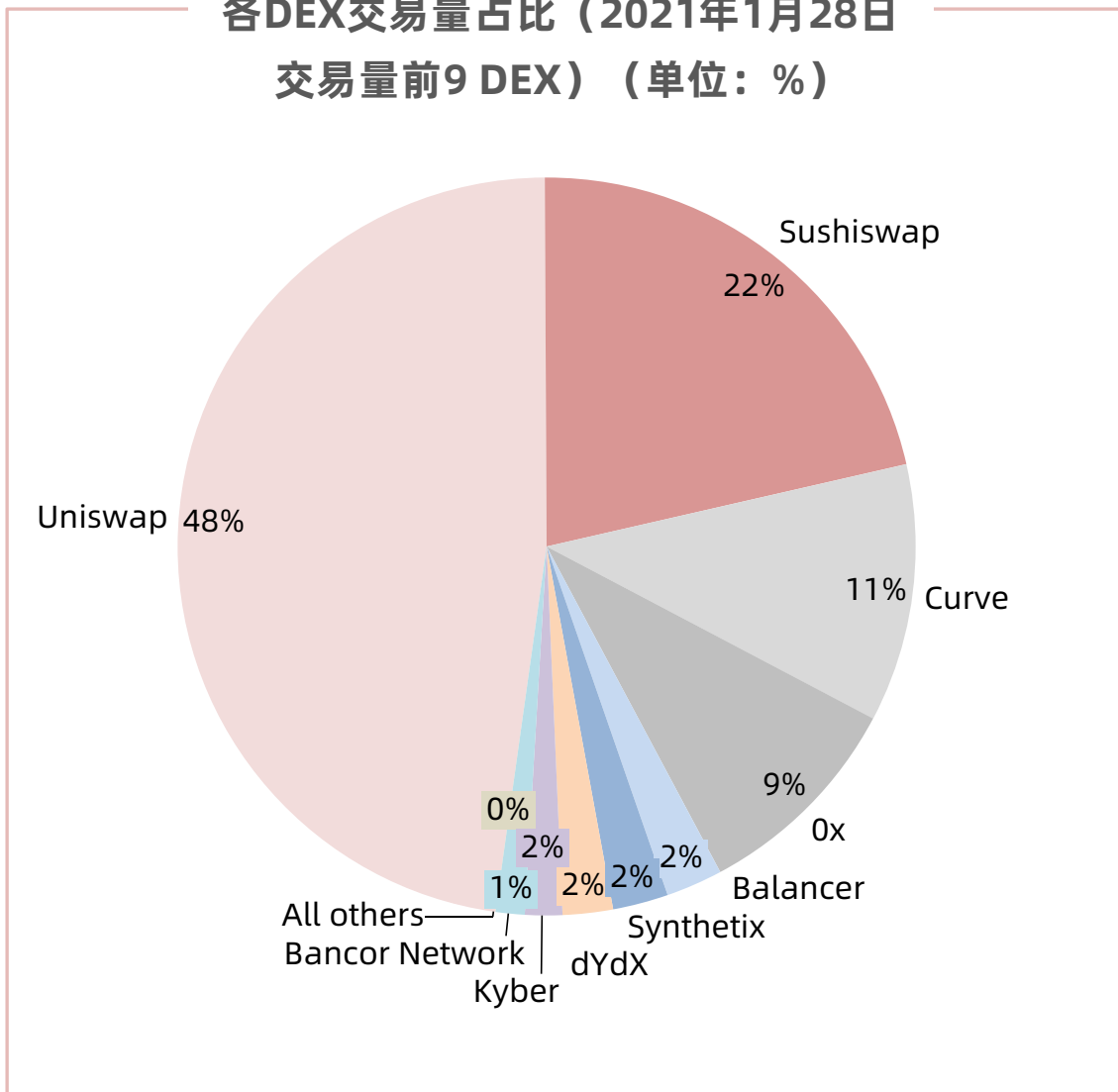
- 流动性越好
- 交易速度越快
- 服务与功能越多
- 更简单易用、交易门槛越低
- 更支持法定货币交易
- 对资产控制程度越高
- 合规性越好

去中心化程度越高



中泰·互联网研究

各DEX交易量占比（2021年1月28日
交易量前9 DEX）（单位：%）



Uniswap

- 建立在以太坊区块链上的首个自做市商 (AMM) 机制协议
- 旨在解决与去中心化交易所缺少流动性的问题：通过参与者在同一资金池内进行交易兑换，平台不必依赖买家和卖家来创造流动性，不收取平台费用
- 对交易收取0.3%的费用，并将费用存入流动性储备，目前没有协议费用，但未来会收取0.05%的费用
- 完全去中心化，很多项目直接在该平台上启动，所以任何人都可以上架假币，诱使没有经验的用户将资产换成毫无价值的空气币
- 2021年6月日均交易量3.37亿美元

Sushiswap

- 与Uniswap共享相同的接口，也是建立在以太坊区块链上的自做市商 (AMM) 机制协议
- 代币经济激励：为Sushiswap提供流动性的用户可以获得SUSHI代币的激励
- 与Uniswap相同，对交易收取0.3%的费用，暂时不收取提款费
- 2021年6月日均交易量1.8亿美元

Curve

- 基于以太坊区块链上的自做市商 (AMM) 机制协议
- 相比Uniswap，交易滑点更低
- 交易费用低，仅0.04%，因此Curve上有大量的大额交易



PayPal

- 早在2018年，PayPal CEO曾评论说比特币是有史以来最大骗局，之后态度迅速转变
- 2020年11月，PayPal开启加密货币服务，“Checkout with Crypto”；PayPal美国用户将能够选择使用比特币、以太坊、莱特币、比特币现金进行付款，PayPal会自动将其转换为美元并完成交易
- 2020年12月，活跃用户3.77亿
- 2021年6月，加密货币日交易额达3亿美元



Square

- 2018年1月，Square在其应用Cash App上开启（仅）比特币交易服务
- 2020年10月，Square购入4709枚比特币进行投资
- 2020年12月，Cash App活跃用户3600万人



Robinhood

- Robinhood在传统金融机构中支持的加密货币最多，但也仅比特币、以太坊、以太坊经典等7种
- 2020年12月，Robinhood活跃用户3600万人

传统金融平台相较加密货币

CEX、DEX的缺点

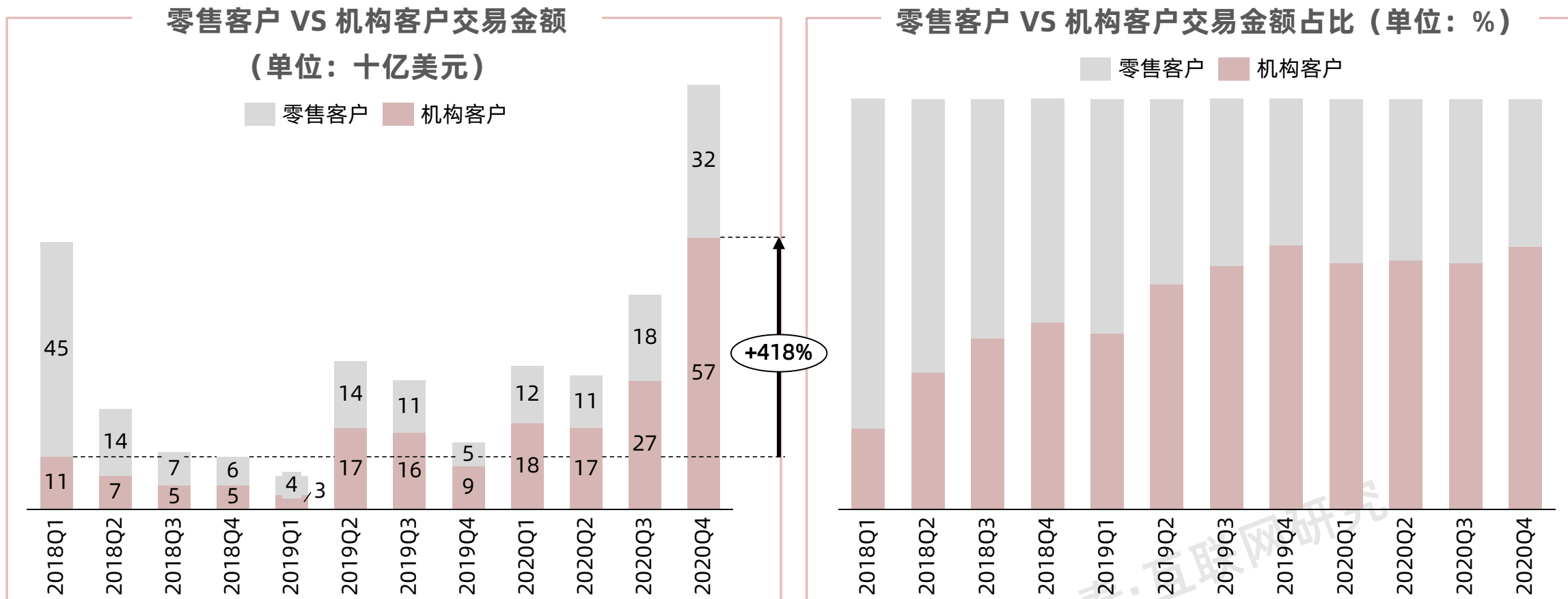
- 传统金融平台仅供个人客户进行小额现货交易，机构投资者无法通过其进入加密货币体系
- 传统金融平台支持的加密货币数量很少
- 传统金融平台交易限额低，如每周交易限额PayPal为20000美元，Cash App为100000美元
- 对已经参与加密货币的用户，传统金融平台的低认知门槛并不具吸引力
- 传统金融平台合规性较高，但安全性并不高于主流、成熟的CEX



4

成长亮点：前瞻性布局合规，主动拥抱监管

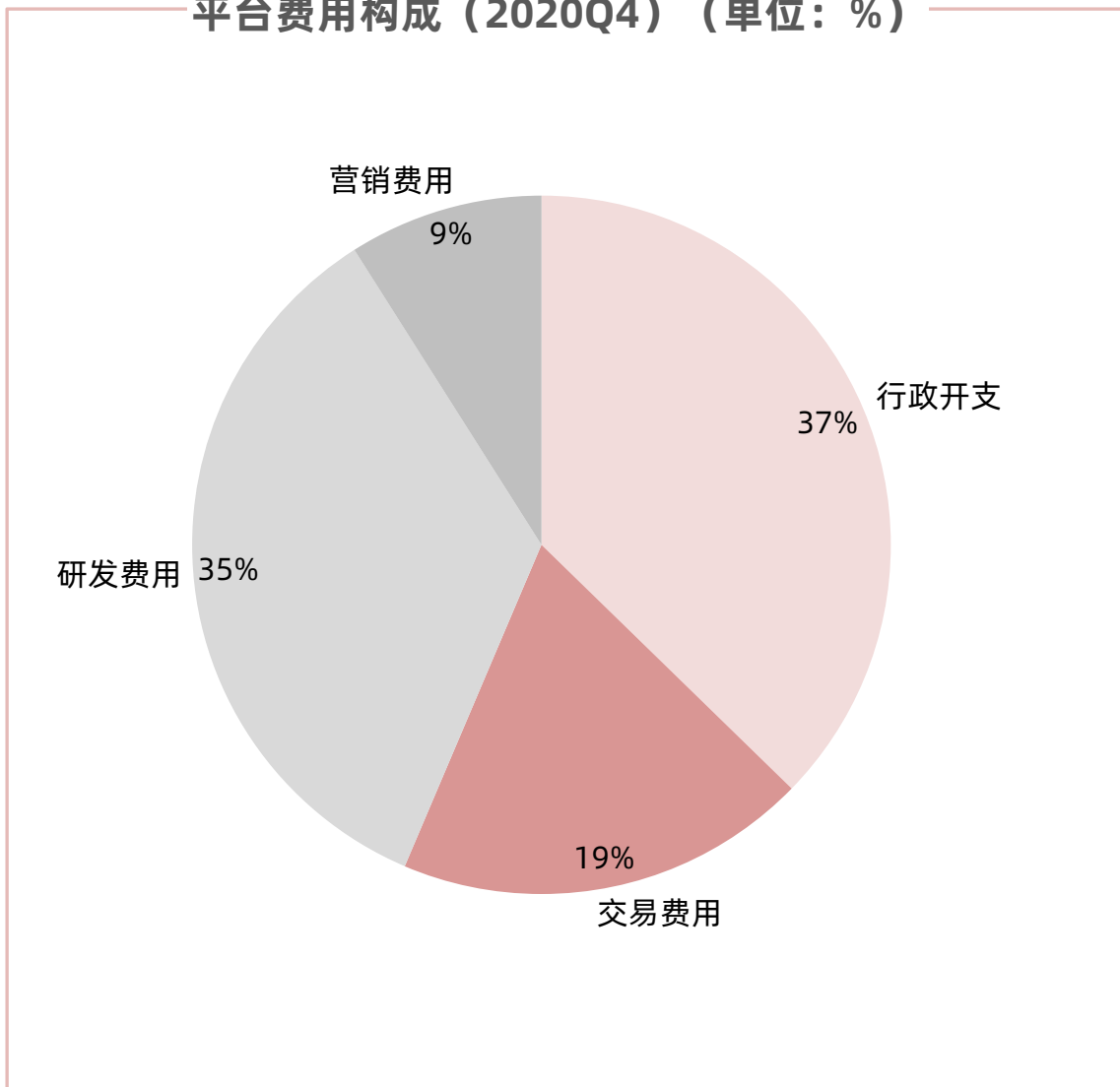
机构客户交易逐年增加，机构客户增长与合规投入良性循环



- **机构客户交易量金额、占比逐年增加：** 相较2018Q1，2020Q4公司机构客户交易量金额增长418%，机构客户交易量占比从20%提升到64%
- **机构客户更看重平台的合规与安全：** 我们认为，加密货币作为一种新兴资产种类，在监管、合规、安全方面较传统资产种类不成熟；但是较零售客户，机构客户将合规与安全放在投资、交易的首要位置，Coinbase以合规为特色，在合规、安全方面持续投入，不断去满足机构客户的合规需求；机构客户的增长与Coinbase的合规投入形成良性循环

资料来源：招股说明书，中泰证券研究所

平台费用构成（2020Q4）（单位：%）



- 行政开支（37%）是公司占比最大的费用，其中合规相关费用是行政开支的重要组成部分；研发费用、交易费用、营销费用分别占比35%、19%、9%
- 公司近20%员工致力于合规相关工作，这一比例远远大于其他CEX、DEX、传统金融平台
- Coinbase使用冷存储方式保管客户的加密资产：冷存储是指用户在一台离线的电脑上进行生成加密货币地址和私钥，由这台离线电脑生成的私钥永远都不能在其它在线终端或者网络上出现，基于断网的冷存储避免了电脑被攻击的可能
- Coinbase谨慎选择进入平台的加密货币
 - Coinbase对待进入平台的货币设置了严格的标准，只有监管合规、算法精良的加密货币才有资格进入货币池，并对货币池实时跟踪，及时淘汰不合规、不安全的币种。目前平台有141中货币，少于其他主流平台
 - 2020年12月22日，美国证券交易委员会（SEC）对数字加密货币公司Ripple提起诉讼，指控该公司在向投资者出售“瑞波币”（XRP）时违反了“禁止销售未注册证券”的法律，Coinbase随即停止瑞波币在其平台的交易

加密货币监管梳理-美国

- **ICO**：根据《联邦证券法》，如加密资产被确定为证券，发行人必须向SEC注册该证券或根据注册要求的豁免提供该证券，同时将证券法全面适用于数字钱包
- **加密货币交易所**：主要由美国金融犯罪执法网络（FinCEN）进行监管，侧重点在资金转移和反洗钱（AML）。根据《银行保密法》，FinCEN监管货币服务企业（MSB）。2013年3月，FinCEN发布指南，确定加密货币交易服务提供商为MSB。在此框架下，加密货币交易平台须获得FinCEN许可，实施全面的反洗钱风险评估和报告机制
- **加密衍生品**：美国商品和期货交易委员会（CFTC）将加密货币视为商品，根据《商品交易法》，加密货币期货、期权和其他衍生合约交易必须在CFTC监管的交易所公开交易。芝加哥期权交易所和芝加哥商品交易所提供与比特币价格挂钩的期货交易
- **加密投资税收**：美国国税局将加密货币视为财产而进行征税。公民个人而言，作为资本资产持有加密货币超过一年、且已实现收益的，均需缴纳资本利得税；持有时间少于一年并获得收益的，缴纳普通所得税
- **纽约州**：2015年8月率先提出针对加密市场的全面监管框架BitLicense，这也是加密行业最具影响力的牌照。BitLicense包括关键的消费者保护、反洗钱合规性以及网络安全指南，该法规对任何使用加密货币的居住在纽约的公司或个人进行了规定，要求涉及处理涉及虚拟货币业务的公司必须申请执照。纽约州还针对加密货币托管公司推出了信托宪章（Charter）
- **怀俄明州**：美国对加密货币较为友好的地区，颁布了十多项相关法案。其中最具有影响力的是2018年3月通过的HB70《开放区块链代币豁免》法案，其中提出类似“实用代币”的资产类别。根据该法案，如果发行的代币不作为投资，仅用于消费目的，如交换、用于接收商品和服务等，则可免除受《联邦证券法》的约束
- **未来展望**：美国SEC敦促国会立法，给予SEC对数字资产更多的监管权。同时，SEC还在致力于牵头建立一个针对加密资产的广泛监管框架，使得美国多个监管机构明确划分出市场监管范畴进而各司其职，乃至全部数字资产纳入监管。

加密货币监管梳理-其他国家和地区

- **日本：**2016年5月日本国会通过法案修改《资金结算法》并在17年4月正式生效，使得该法律中增加了“虚拟货币”一章，将虚拟货币明确为一种结算、支付手段，并具有财产性价值，该法案也明确推出了加密资产交易所监管机制，只有在日本金融厅/财政局注册的企业才能在该国提供加密货币兑换服务；此外，截止2021年，日本在加密资产交易和管理、保证金交易、证券化代币、加密资产交易税、加密资产行业自主监管等方面，陆续建立了法律法规
- **新加坡：**新加坡金融监管局（MAS）是新加坡负责监管加密市场的主要机构，MAS将代币分为应用型代币、支付型代币以及证券型代币。2017年，MAS发布《数字代币发行指引》，对该国数字代币发行行为进行引导与监管，此后多次修改并在19年推出最新版，其中还提出11个具体案例。根据该指引，在涉及到发行证券性质的代币时，发行方需要获得资本市场服务牌照；在涉及到交易证券性质的代币时，交易平台获得受认证的资本市场运作者（RMO）牌照；在涉及到提供代币相关的财务咨询服务时，该公司需要获得财务顾问牌照。同时，所有相关业务运营方都应遵守反洗钱和反恐怖融资相关法律的规定。MAS还在2019年推出了监管沙盒机制，使金融机构和金融科技参与者能够在真实环境中但在明确定义的空间和持续时间内试验创新的金融产品或服务
- **英国：**英国负责监管加密市场监管的主要机构的英国金融行为监管局（FCA），重点监管反洗钱和反恐怖主义融资。2020年1月，FCA获得监管权力以监督加密资产企业如何管理洗钱和反恐融资风险，自此英国加密资产企业必须遵守《洗钱条例》（MLR）并向FCA注册。FCA认为，证券型代币是指提供某种权利的代币，包括所有权地位、偿还特定金额的款项、分享未来利润的权利等，传统证券所涉及的所有规则都适用于证券型代币
- **中国香港：**中国香港证监会是中国香港加密资产的主要监管机构，2017年、2019年，其分别就首次代币发行（ICO）及证券型代币（STO）发表声明，明确可代表股份、债权证及集体投资计划等权益的加密货币均被视为“证券”，与证券型代币相关的交易、咨询、基金管理、分销活动都会受到中国香港《证券及期货条例》的监管。2019年11月，中国香港SFC发布《监管虚拟资产交易平台立场书》，制定了交易平台发牌制度，并公布具体发牌条款和条件。



Coinbase: 前瞻性布局合规, 主动拥抱监管

Coinbase成为美国第一家持有合规牌照的加密货币交易所
2015年1月

Coinbase主动向IRS（美国国税局）提供个人用户的税务信息；同月，Coinbase取得加密货币支付牌照，与实体经济交易合规对接

2018年2月

Coinbase与IRS（美国国税局）、DEA（美国缉毒局）、USSS（美国特勤局）合作，为政府机构提供基于区块链技术的分析工具

2020年

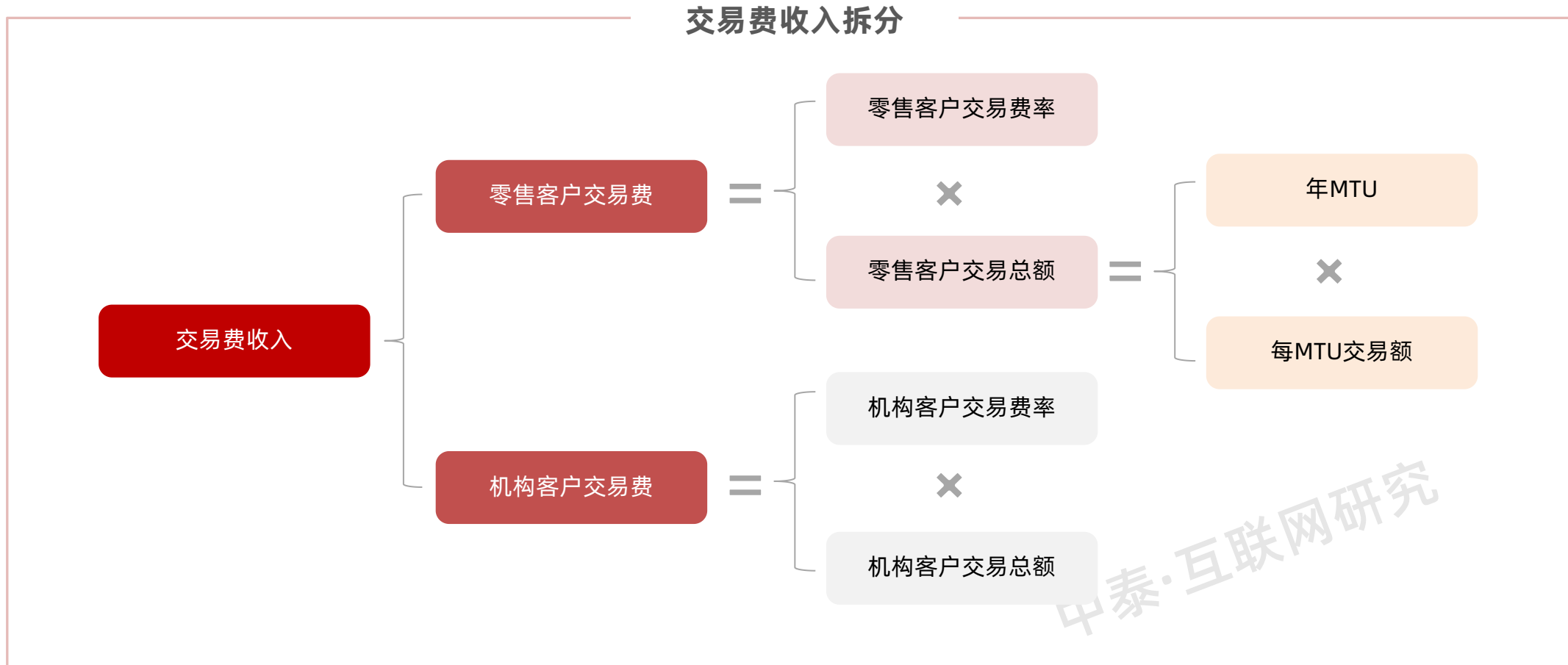
Coinbase将继续主动拥抱监管，针对潜在的监管需求，主动向监管部门建议，并积极参与法律法规的起草与落地，做加密货币的先行者和标准引领者，构筑合规护城河

未来展望

2017年1-3月
1月，Coinbase从纽约州金融服务处获取比特币交易许可，BitLicense，可进行比特币的买卖与存储服务；3月，获得以太坊和莱特币交易许可

2018年3-8月
3月，Coinbase取得英国金融监管局的电子货币许可证，允许其在23个欧盟国家开展加密货币支付；7月，美国SEC批准其在美国的加密货币交易和钱包业务；8月，Coinbase获得以英镑计价的存取款牌照

成立以来至今
Coinbase与全球超过100多个国家的监管机构合作，严格合规，并推动加密货币法律法规的制定；Coinbase已获得美国绝大部分州的加密货币运营牌照；成立以来，Coinbase的合规、安全记录行业领先，并与对手拉开差距



可比公司

证券代码	证券名称	收盘价 (美元; 2022/1/26)	总市值 (百万美元; 2022/1/26)	PE (FY2021E)	PE (FY2022E)	PE (FY2023E)
SCHW.N	嘉信理财	88.53	167374.81		22.85	18.10
IBKR.O	盈透证券	65.73	27478.67		18.32	16.30
GS.N	高盛	341.55	114348.54		8.47	8.05
MS.N	摩根士丹利	99.04	175498.88		12.90	11.55
JPM.N	摩根大通	146.53	433035.14		12.87	11.68
BLK.N	贝莱德	798.55	121127.65		18.77	16.81
NDAQ.O	纳斯达克	174.98	29260.51	23.68	22.71	
ICE.N	洲际交易所	123.95	69833.97	24.06	22.41	
0388.HK	香港交易所	59.24	75133.75	44.37	38.03	
PYPL.O	PayPal	158.20	185873.95	34.34	29.32	
SQ.N	Square	115.30	53185.08	68.51	65.59	
V.N	Visa	202.00	388451.95		28.66	23.93
MA.N	MasterCard	338.76	332851.14	40.88	32.27	
	平均值			39.31	25.63	15.20
COIN.O	Coinbase Global	185.63	39948.43	16.59	15.53	14.48



5

风险提示

- **行业竞争加剧的风险**：加密货币交易所行业正处于起步阶段，发展速度较快，新进入者可能会加剧行业竞争
- **盈利不及预期的风险**：公司营收目前主要来源于交易版块，若各类加密货币价格下跌而引起加密货币市场交易总量下降，则公司有可能未来盈利不及预期
- **监管风险**：各国政府、监管机构陆续出台关于加密货币的法律法规，存在监管加密货币的法律法规不利于公司业务开展的风险
- **技术风险**：公司属于技术密集型企业，存在技术更迭不及时、产品研发进度不及预期的风险
- **汇率风险**：公司加密货币-法定货币之间的交易涉及多国法定货币，汇率的波动影响公司的收益

中泰·互联网研究

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

中允行健，明德安泰

中泰证券研究所

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座5层

上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行金融大厦18层

广东省深圳市福田区深南大道4011号港中旅大厦8c

山东省济南市市中区经七路86号证券大厦