

## 加密货币交易所行业全景扫描与成长性分析

2024年01月12日

► **加密货币市场前景广阔，潜在成长空间可观。**加密货币市场尤其是中心化交易所（CEX）呈现出显著的增长潜力。截至2024年1月10日，加密货币市场的总资产规模达到1.78万亿美元，覆盖超过一万种加密货币，显示出该市场的广泛多样性和成熟度。CEX作为加密市场的核心组成部分，提供了一个交易流动性丰富、用户体验友好的平台。随着加密资产的主流化和监管环境的逐步明朗，CEX有望吸引更多的机构和个人投资者，将继续扩大其市场份额，并成为加密货币投资和交易的关键枢纽。

► **事件和环境驱动整体市场空间提升，中心化交易所占主导地位。**加密资产价格与宏观经济指标，特别是美联储的利率政策紧密相关。当前环境中，美联储的加息周期对加密资产价格产生了负面影响，但长期来看，加密货币作为对冲通胀的投资品，潜力仍然被市场看好。加密资产交易所作为整个加密行业的核心参与者，带来了加密资产的流动性，助推了加密市场的繁荣。交易所的地位在加密领域中至关重要，它们是行业活力和市场健康的重要指标。从加密交易所的市场占有率来看，目前中心化的加密货币交易所的交易体量仍占总交易体量的大部分，相比去中心化交易所仍是主流。而去中心化交易所正处于迅速发展的阶段。

► **Coinbase 积极拓展区域和业务，有助于提升收入。**2023年，Coinbase推出了全球站点和衍生品交易，其子公司CFM已获得CFTC的批准，成为期货经纪商。同时，Coinbase宣布进入加拿大市场，与Interac支付轨道、其他合作伙伴关系、资金转账和Coinbase One一起推出。通过对于Circle的少数股权收购切入USDC稳定币，不仅将业务扩展至外汇和跨境转账等领域，稳定币本身的利率收入贡献也颇为丰厚。Base平台的上线为Coinbase带来了直接的利润和附属收入。Coinbase的ETH Staking业务也对总收入有显著贡献。

► **Coinbase 为合规中心化交易所稀缺标的，竞争中占据上风有望提升卡位。**SEC对Binance的严厉指控，包括未注册的证券交易和欺诈行为，为Coinbase提供了市场份额增长的机会。同时，Coinbase在NASDAQ上市，是受到美国SEC监管的交易所，拥有较高合规资质，有望成为现货ETF的主要受益方。此外，Coinbase托管服务和相关附加服务，预计将获得收入提升。以上因素综合将有利于Coinbase在竞争激烈的加密货币交易所市场中进一步巩固领先地位。

► **风险提示：**行业发展不及预期；法律政策变化不确定性；加密货币资产价格波动大；数字资产存在安全风险。



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 金郁欣

执业证书：S0100523060001

邮箱：jinyuxin@mszq.com

## 相关研究

1. 海外周报：继续关注教培和在线公考-2024/01/08
2. 海外行业2024年度投资策略：新消费新业态，重新关注教育-2023/12/10
3. 短视频行业研究系列（一）：爱奇艺（IQ.O）深度报告：优质内容造就行业龙头，ARM提升空间大-2023/12/07
4. 新消费研究之咖啡系列报告：复盘咖啡历史发展，溯源产业链上游-2023/11/11
5. 教培行业研究系列（三）：季报集体反弹的底层逻辑：行业发生了什么变化？-2023/11/09

# 目录

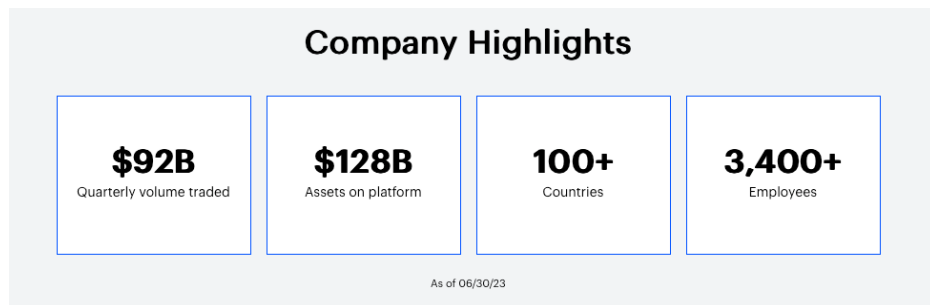
<b>1 Coinbase：海外加密货币交易所主导者</b> .....	<b>3</b>
1.1 发展历史：美国第一家合法持牌、上市的加密交易所 .....	3
1.2 主营业务：围绕加密货币市场的综合金融服务提供商 .....	6
1.3 财务现状：营收利润逐步修复，三费匹配调整 .....	9
<b>2 加密货币市场初具规模，仍存在潜在成长空间</b> .....	<b>11</b>
2.1 加密资产规模加速成长，已初具规模 .....	11
2.2 中心化交易所仍居主导，去中心化交易所迅速成长 .....	12
2.3 美国 SEC 批准比特币现货 ETF，11 家机构可发行 .....	15
2.4 加密资产价格受美联储利率影响显著 .....	16
<b>3 风险提示</b> .....	<b>18</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>19</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>19</b>

# 1 Coinbase: 海外加密货币交易所主导者

## 1.1 发展历史: 美国第一家合法持牌、上市的加密交易所

Coinbase 于 2012 年在美国成立, 其最初产品为一个用户友好的比特币交易程序, 在后续发展中业务逐步扩张, 目前已成为围绕加密货币及其交易市场提供一系列综合服务的服务提供商。2021 年 4 月 13 日, Coinbase 在美国纳斯达克交易所上市 (Global-COIN.US), 成为美国首家上市的加密货币领域的公司。截至 2023 年 6 月 30 日, Coinbase 官网所列示的公司亮点包括, 其季度加密资产交易量达到 920 亿美元, 平台上资产价值达 1280 亿美元。业务覆盖国家 100 余个, 公司职工数量超过 3400 人。

图1: Coinbase 公司 Highlights

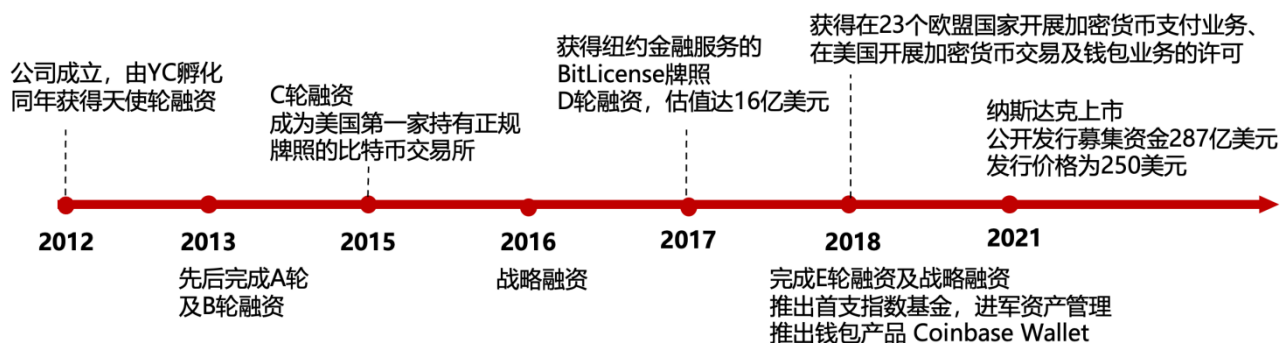


资料来源: Coinbase 官网, 民生证券研究院

Coinbase 的创始人为 Brian Armstrong。其于 2010 年偶然发现了以别名中本聪 (Satoshi Nakamoto) 为作者发表的比特币白皮书。2011 年, Brian Armstrong 加入 Airbnb 担任软件工程师, 接触了当时运营 Airbnb 190 个国家的支付系统, 这些经历成为其后续创办 Coinbase 产生了影响。

2012 年, Brian Armstrong 成立 Coinbase, 经由 Y Combinator 孵化并获得天使轮投资; 2015 年其成为美国第一家持有正规牌照的比特币交易所; 2017 年获得约金融服务局的 BitLicense 牌照, 公司估值达到 16 亿美元; 2018 年 Coinbase 推出首支指数基金, 进军资产管理行业, 并推出了数字货币钱包产品 Coinbase Wallet。同年取得英国金融监管局的电子货币许可证, 可在 23 个欧盟国家开展加密货币支付业务, 且美国 SEC 批准其在美国的加密货币交易及钱包业务; 2021 年, Coinbase 在美国纳斯达克上市, 完成 287 亿美元的融资, 上市首日公司市值达到 850 亿美元; 2022 年, Coinbase 在超级碗 (美国国家橄榄球联盟冠军总决赛) 投放广告, 使其在一分钟内获得了 2000 万用户涌入, 导致其应用程序在大量下载后崩溃。

图2: Coinbase 发展历程



资料来源: 天眼查, 财新网, 36Kr 等, 民生证券研究院整理

融资历史方面, Coinbase 自成立以来, 包括 DPO 上市在内共完成 9 轮融资。除去公开上市外, 总融资金额达到约 5.4 亿美元。各轮融资的融资时间、金额以及投资方可见下表。

表1: Coinbase 融资历史

融资轮次	融资时间	融资金额	投资机构
DPO 上市	2021-04	287.13 亿美元	公开发行
战略融资	2018-12	2130 万美元	未披露
E 轮	2018-10	3 亿美元	老虎环球基金, Y Combinator, Wellington Management, Andreessen Horowitz, Polychain Capital, GIC 新加坡政府投资公司
D 轮	2017-08	1 亿美元	Institutional Venture Partners, Draper Associates, Section 32, Battery Ventures, Spark Capital
战略融资	2016-07	1050 万美元	Bank Of Tokyo - Mitsubishi UFJ, Mitsubishi UFJ Capital, Sozo Ventures
C 轮	2015-01	7500 万美元	Propel Venture Partners, USAA, Andreessen Horowitz, Union Square Ventures, Ribbit Capital, New York Stock Exchange, BBVA Ventures, DFJ Growth, Blockchain Capital, Valor Capital Group, Vayner/RSE, Fueled
B 轮	2013-12	2500 万美元	Ribbit Capital, Union Square Ventures, Andreessen Horowitz, Anthony Saleh, QueensBridge
A 轮	2013-05	611 万美元	Jonathan Golden, FundersClub, Interplay Ventures, SV Angel, Red Swan Ventures, Union Square Ventures, Ribbit Capital, Bobby Goodlatte, Digital Currency Group
天使轮	2012-09	60 万美元	Garry Tan, FundersClub, Greg Kidd, Y Combinator, Alexis Ohanian, IDG Ventures

资料来源: 天眼查, 民生证券研究院整理

Coinbase 的业务从最初仅支持比特币的收发交易, 扩展到如今围绕加密货币的一系列服务, 包括加密货币的投资、消费、发送和接收、存储、储蓄、抵押、借贷、分发、构建、支付, 以及实现可能的更广泛的应用等。不同业务按照收费方式可大致分为交易服务业务及订阅服务业务两类。下图展示了 Coinbase 从成立至纳斯达克上市时业务的扩展路径。

**图3: Coinbase 业务扩展路径**


资料来源: Coinbase 招股说明书, 民生证券研究院

作为一家加密货币交易所, Coinbase 的关键业务指标包括认证用户数、每月交易用户数、平台上资产规模、交易量等。这些关键业务指标的定义可见下表。

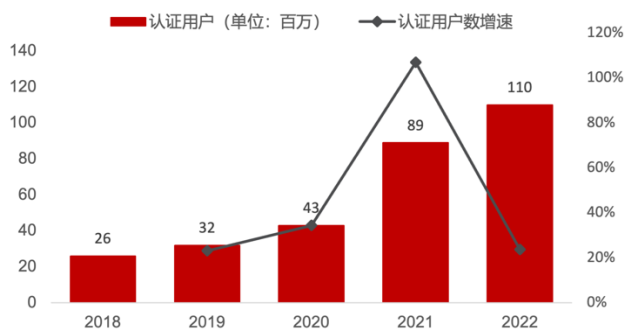
**表2: Coinbase 关键业务指标定义**

指标	含义
认证用户 Verified Users	在 Coinbase 平台上注册帐户并确认其电子邮件地址或电话号码, 或已在 Coinbase 平台的非托管钱包应用程序上建立带有用户名的帐户的所有零售用户、机构和生态系统合作伙伴。
每月交易用户 Monthly Transacting Users (MTU)	在计量之日的过去连续 28 天内至少一次主动或被动地在平台上进行一个或多个产品交易的零售用户。其中主动交易包括购买或出售及加密资产, 以及在 Coinbase 卡上进行支出等; 被动交易包括储蓄奖励等。每季度末的 MTU 数据是每个季度每月 MTU 的平均值。
平台上资产规模 Assets on Platform	在 Coinbase 平台的数字钱包中持有或管理的法定货币和加密资产的总美元等值 (包括托管服务), 加密资产的价值根据计量之日的市场价格计算。
交易量 Volume Trading	在计量期间内买卖双方通过 Coinbase 平台完成交易的总美元等值金额。

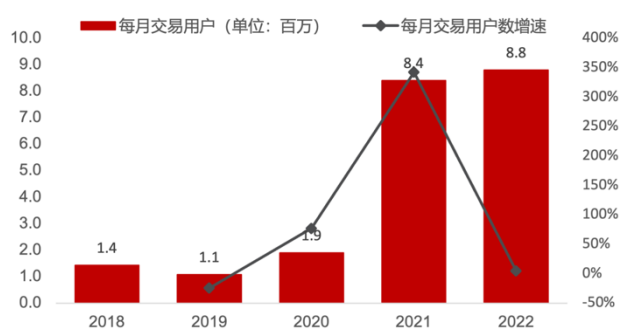
资料来源: Coinbase 招股说明书, 民生证券研究院整理

认证用户数以及每月交易用户数相较于其他业务指标对加密资产价格的敏感性更低, 相对而言更能反应公司的实际业务成长情况。自 2018 年至 2022 年, Coinbase 的认证用户数以及每月交易用户数实现了跨周期的持续增长。其中各年认证用户数的取值为每年第四季度末的时刻值, 该指标从 2600 万增长至 1.1 亿, 年平均增长率为 43%; 各年每月交易用户数 MTU 的取值为年内 12 个月每月的 MTU 的平均值, 该指标从 140 万增长至 880 万, 年平均增长率为 58%。

认证用户数以及每月交易用户数在加密货币的下行周期内依旧能够持续保持增长, 不仅说明了 Coinbase 业务本身的较强竞争力, 还可以证明目前整个加密货币领域尚处在行业上升期, 广泛的潜在客户群体依然存在, 仍有较大业务扩展空间。

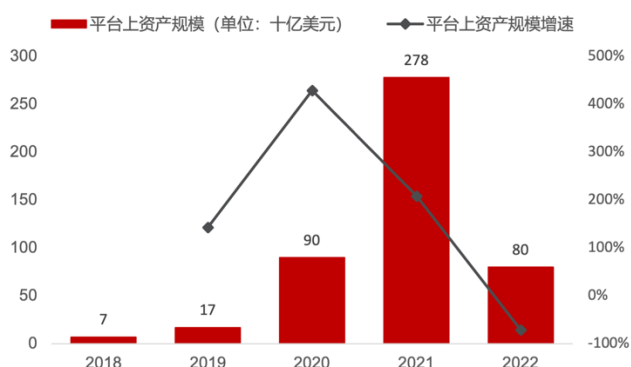
**图4：2018-2022 认证用户数（百万）及增速**


资料来源：Coinbase 招股说明书，历年财报，民生证券研究院

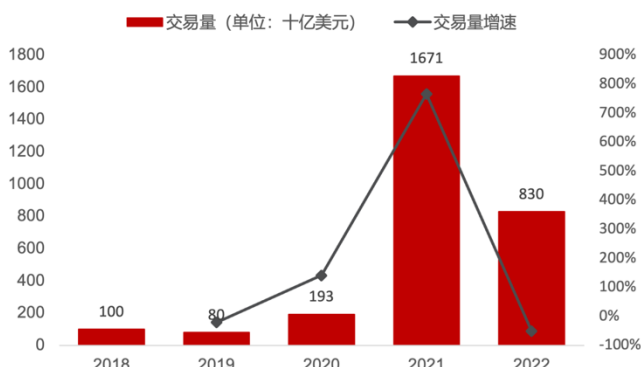
**图5：2018-2022 每月交易用户数（百万）及增速**


资料来源：Coinbase 招股说明书，历年财报，民生证券研究院

Coinbase 公司的业务模式决定其业绩将与加密资产价格强绑定。平台上资产规模与年交易量两个业务指标相较其他指标而言与公司营收相关度更高，其中平台上资产规模取值为每年第四季度末的时刻值，年交易量为年内加密资产交易量的总和。平台上资产规模、年交易量与加密货币的价格息息相关，这两项核心的业务指标在 2021 年达到顶峰，相较于 2020 年平台上资产规模增长 209%，年交易量增长 766%。但两项指标在 2022 年迅速滑落，跌幅均超过了 50%。

**图6：2018-2022 平台上资产规模（十亿美元）及增速**


资料来源：Coinbase 招股说明书，历年财报，民生证券研究院

**图7：2018-2022 交易量（十亿美元）及增速**


资料来源：Coinbase 招股说明书，历年财报，民生证券研究院

## 1.2 主营业务：围绕加密货币市场的综合金融服务提供商

Coinbase 的核心业务为其客户提供围绕加密货币的一系列服务，这些服务帮助客户安全并简便的进行加密资产的投资、消费、发送和接收、存储、储蓄、抵押、借贷、分发、构建、支付，以及实现可能的更广泛的应用等。目前 Coinbase 仍在持续扩张业务范围，例如正努力向客户提供更多的自有或第三方的分布式应用。

Coinbase 的客户主要包含三类：零售用户、机构客户以及生态合作伙伴。其中机构客户包括对冲基金、金融机构、家族办公室等将加密资产作为其投资组合的一部分的公司；生态合作伙伴一般指新的区块链、分布式应用以及各类代币的开发者，借助 Coinbase 的平台进行产品或服务的分销。截至 2020 年 12 月 31 日，

Coinbase 在 100 多个国家拥有约 4300 万零售用户、7000 家机构客户以及 11.5 万个生态系统合作伙伴。

具体而言，Coinbase 面向不同种类客户提供不同类型的服务。按照收费方式的不同，可划分为两类服务业务：一是交易业务，二是订阅与服务业务。交易业务一般按照交易额及浮动费率收取交易费，订阅与服务业务则收取相应的订阅与服务费用。Coinbase 官网列示了向零售用户、机构客户以及生态合作伙伴三类不同客户提供的服务，可以看到，加密货币的投资、消费以及收发服务属于交易业务，而加密货币的托管、质押、借贷等服务属于订阅与服务业务。

**图8: Coinbase 面向客户类型及相应服务**

### Coinbase Product Portfolio Overview

	Retail Users	Institutions	Ecosystem Partners
<b>Transaction Revenue</b>			
Invest	●	●	
Spend	●		
Send & Receive	●	●	●
<b>Subscription &amp; Services</b>			
Store		●	●
Save	●		
Stake	●	●	
Borrow & Lend	●	●	
Distribute			●
Build			●
Pay			●

资料来源：Coinbase 招股说明书，民生证券研究院

从营收占比来看，Coinbase 最重要的收入来源为加密资产交易的佣金收入，其中零售客户又占交易佣金收入的绝大部分。2022 年加密资产交易佣金收入占 Coinbase 总营业收入的 73.8%，其中零售客户贡献占比 94.9%，机构客户贡献占比 5.1%。除交易佣金收入外，Coinbase 的另一营收来源为订阅及服务收入，其中包括加密货币质押、托管、借贷款、加密生态等多项业务。2022 年订阅及服务收入占总营业收入的 24.8%。

**表3: Coinbase 2019-2022 年营业收入情况 (千美元)**

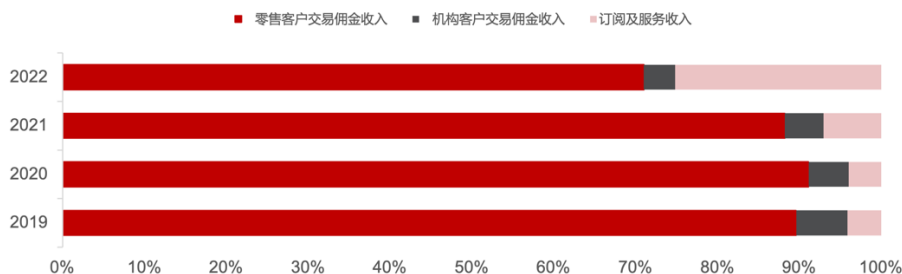
项目/年度	2019	2020	2021	2022
交易佣金收入	463,005	1,096,174	6,837,266	2,356,244
零售客户	432,919	1,040,246	6,490,992	2,236,900
机构客户	30,086	55,928	346,274	119,344
订阅及服务收入	19,944	44,993	517,487	792,571
其他收入	50,786	136,314	484,691	45,393
<b>总营业收入</b>	<b>533,735</b>	<b>1,277,481</b>	<b>7,839,444</b>	<b>3,194,208</b>

资料来源：Coinbase 各年年报，民生证券研究院

2019-2022 年，Coinbase 订阅及服务业务的营收占比持续增长，从 2019 年占总营业收入的 4%提升至 2022 年的 25%；同时机构客户的交易佣金占总营收

的比例基本维持不变，机构业务的稳定性较高。

图9: Coinbase 主营业务营收占比

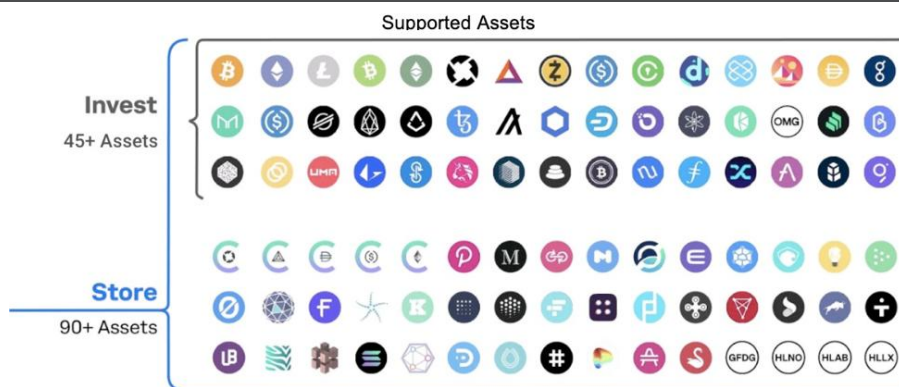


资料来源: Coinbase 各年年报, 民生证券研究院

Coinbase 面向零售用户的核心产品包括交易平台 Coinbase App 以及加密货币钱包 Web3 Wallet、Coinbase Wallet; 面向机构客户提供机构级的机密资产托管平台 Coinbase Prime; 面向生态合作伙伴及开发者提供各类开发套件, 帮助其开发加密货币相关的应用或将加密货币的交易集成进原有的产品和业务中。

作为 Coinbase 最核心的产品, Coinbase App 帮助零售客户统一管理加密货币资产, 提供的服务包括发现、交易、存储、消费、借用等各类加密货币。其支持 45 种加密货币币种的交易, 以及 90 余种币种的托管。并支持法币与代币, 代币与代币的转换。除核心的加密货币资产交易服务外, Coinbase App 还提供了一系列赚取加密货币收益的服务, 包括通过质押奖励 (Stacking Rewards)、DeFi 收益和某些加密货币独有的其他方法。Coinbase App 还为客户提供点对点支付、汇款、直接存款, 以及通过 Coinbase 卡、品牌借记卡消费的能力, 以及抵押某些加密货币作为美元贷款抵押的服务。

图10: Coinbase 支持的加密货币种类



资料来源: Coinbase 招股说明书, 民生证券研究院

Coinbase App 面向不同的零售客户提供了两种服务类型, 一种向普通用户提供简单便捷的交易服务; 另一种向专业用户提供复杂全面的交易服务。收费方式包括每笔交易收取佣金, 或收取每月的 Coinbase One 订阅费用, 允许用户在一定次数内免费进行交易。



Coinbase Wallet 以及 Web3 Wallet 为加密货币钱包，其帮助零售用户托管加密资产和 NFT，并与其他分布式应用进行交互和交易结算。收费方式为收取法定货币与加密货币转换的费用，以及在分布式应用(Dapps)中进行交易的手续费。Coinbase 面向机构用户和生态开发者提供的产品的详细介绍，可参见下表。

表4: Coinbase 核心产品、面向客户、核心功能及收费方式汇总

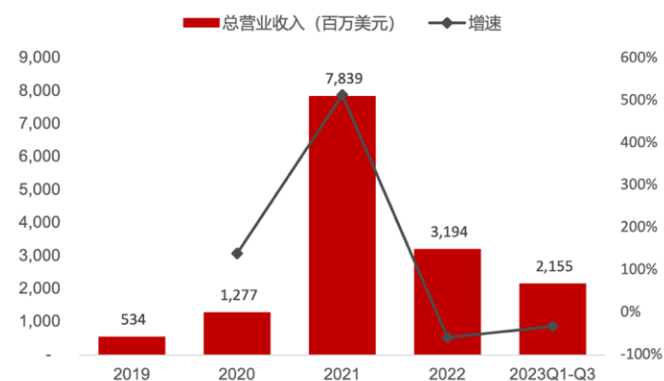
核心产品	面向客户	核心功能及收费方式
Coinbase App	零售用户	Coinbase App 帮助客户统一管理加密资产，提供的服务包括发现、交易、存储、消费、借用等各类加密资产，并可通过 Web3 Wallet 访问分布式应用。Coinbase App 提供两类产品，一种向普通用户提供简单便捷的交易服务；另一种向专业用户提供复杂全面的交易服务。收费方式包括每笔交易收取佣金，或收取每月的 Coinbase One 订阅费用，允许用户在一定次数内免费进行交易。
Web3 Wallet	零售用户	用户可在 Coinbase App 中添加 Web3 Wallet 来访问第三方的分布式应用（包括分布式交易所以及艺术或娱乐服务等），从而实现便捷的交互和交易。收费方式为收取在分布式交易所中某些交易的费用。
Coinbase Wallet	零售用户	Coinbase Wallet 的产品体验与 web3 Wallet 相似，其关键的区别为前者支持用户单独控制私钥和助记词，并且可以访问 web3 中更广泛的资产和应用。收费方式为收取法定货币与加密货币转换的费用，以及在分布式应用中进行交易的手续费。
Coinbase Prime	机构客户	Coinbase Prime 为一个机构级加密资产托管平台，提供高度安全的解决方案。机构客户可在平台上进行交易、存储、转移、融资等操作。收费方式包括两类，一是根据客户在平台上保管的总资产收费，二是基于交易数量确定费率，并对每笔匹配的交易收取交易费。
Markets	机构客户	加密货币交易所，提供现货交易市场和衍生品交易市场。
Coinbase Cloud、Coinbase Pay 等开发套件	开发者及生态合作伙伴	为生态合作伙伴提供的开发套件。Coinbase Cloud 提供加密支付或交易 API、数据访问和交易等基础设施。Coinbase Pay 和 Coinbase Commerce 允许开发人员和商家更轻松地将加密货币交易集成到他们的产品和业务中。

资料来源：Coinbase 2022 年报，民生证券研究院整理

### 1.3 财务现状：营收利润逐步修复，三费匹配调整

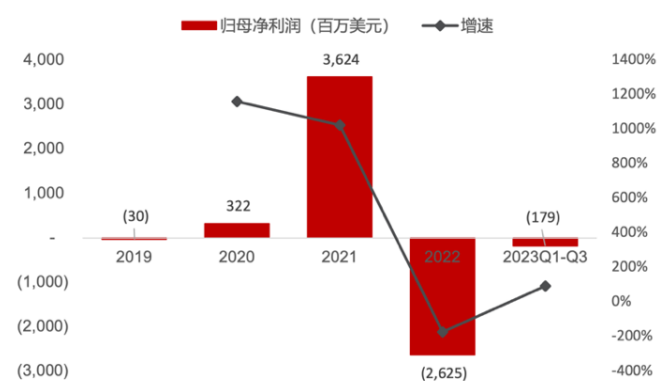
Coinbase 的营收及归母净利润在 2019 至 2023 年 Q3 的周期内出现了大幅波动。营收及净利润均在 2021 年达到顶峰，相比 2020 年营收增长 514%，归母净利润增长 1024%。2022 年公司营收跌幅为 59%，归母净利润由正转负，跌幅达 172%。2023 年前三季度公司归母净利润修复，但营收未出现较大程度的回升。

图11: Coinbase 2019-2023Q3 收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图12: Coinbase 2019-2023Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

Coinbase 作为一家数字货币交易所，大部分营收来源于交易佣金，因此其业绩受加密资产价格影响十分显著。加密货币市场的火热不仅能够吸引更多客户使用 Coinbase 的相关产品，更能促进其交易热情。此外，Coinbase 的部分业务营收与托管在平台上的总加密资产价值呈正相关。以加密资产的代表比特币为例，其价格在 2021 年内持续走强，促使 Coinbase 在 2021 年的业绩出现显著增长。2022 年加密货币价格急剧下跌，并出现了包括当年 5 月份 LUNA 的崩盘以及 11 月份 FTX 的破产暴雷等极端利空事件，Coinbase 在 2022 年度的业绩由此下滑。

图13: 比特币价格走势

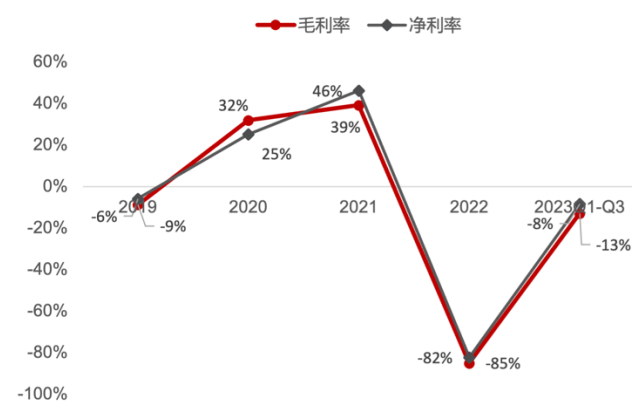


资料来源: TradingView, 民生证券研究院

公司毛利率和净利率近年波动较大。2019-2021 年，公司毛利率及净利率从负转正，并保持了持续的大幅增长，于 2021 年达到最高值（毛利率 39%，净利率 46%）。2022 年公司毛利率及净利率转负，均超过 -80%，公司迎来了大幅亏损。截至 2023 年前三季度，公司毛利率及净利率回复至 -10% 左右。此外可以注意到，Coinbase 的毛利率和净利率较为接近，甚至在不少年份的差距在 5% 以内。

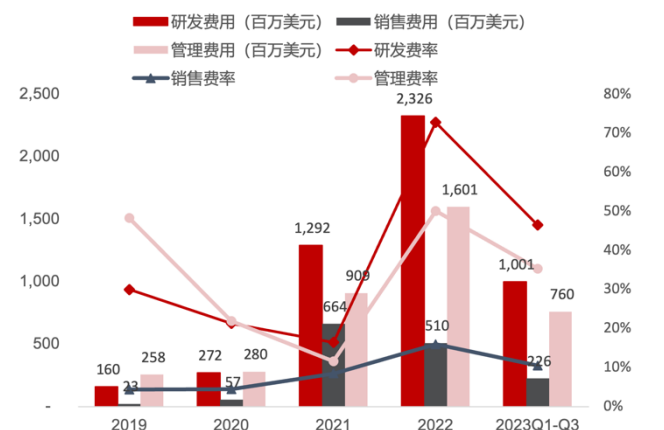
公司三费变化基本与总营收变化保持一致。具体而言，2019-2021 年公司研发费率及管理费率持续下滑，在 2022 年迎来大幅增长，后于 2023 年大幅回调；而销售费率从 2019 年至 2022 年保持稳步增长，在 2023 年度回落。截至 2023 年 Q3，公司研发费率为 46%，处于较高水平；管理费率为 35%，销售费率为 10%。

图14: Coinbase 2019-2023Q3 毛利率和净利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: Coinbase 2019-2023Q3 三费及三费率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2 加密货币市场初具规模，仍存在潜在成长空间

### 2.1 加密资产规模加速成长，已初具规模

据加密货币市场信息服务商 CoinGecko 数据，截至 2024 年 1 月 10 日，加密货币市场的总资产规模达 1.78 万亿美金。CoinGecko 对于加密货币总资产规模的统计来源于其追踪的总计 12,127 种加密货币，统计范围横跨 967 个交易所。

图16：全球加密货币市值总和



资料来源：CoinGecko，民生证券研究院

从市值分布来看，2024 年 1 月 10 日的整个加密市场中，比特币 BTC 占据了总资产规模的 50.6%，之后依次是以太坊 ETH (15.8%)、币安币 BNB (2.6%)、SOL (2.4%)、瑞波币 XRP (1.7%) 以及艾达币 ADA (1%)，其余的加密货币市值占总市值规模的比例都在 1% 以下。另外，与美元价值锚定的泰达币 USDT 的占比约为 6%，USDT 作为一类稳定币，严格意义上不应算入加密货币的范畴。

从各类加密货币占比的历史变化上看，BTC 作为加密资产的领导者，在资产价值方面一直居于首位。BTC 的市值占比变化可以分为三个阶段，第一阶段为 2017 年前，BTC 市值占比维持在 80% 以上；第二阶段为 2017-2021 年，自 2017 年出现的第一波较大的市场行情后，许多新的币种纷纷涌现，资金在 BTC 中高度聚集的情况发生改变；第三阶段为 2021 年至今，BTC 市值占比稳定在 40-50% 之间。ETH 稳定地成为第二大加密货币资产，其市值占比自 2018 年后稳定在 10-20% 之间；其他的加密资产随着技术的逐步发展呈现出不断新旧更替的情况。

图17：2013-至今加密货币市值占比分布



资料来源：CoinGecko，民生证券研究院（注：数据截止至 2024-1-10）

将加密货币总市值与美国主要交易所（纳斯达克交易所、纽约交易所）上市的股票总市值进行比较。从趋势来看，美国主要的股票交易所总市值及加密货币总市值均在 2018 年出现低点，2019-2021 年逐步增长，在 2022 年再次出现较大幅度回撤。纳斯达克交易所及纽交所 2017-2022 年的市值增速均为 50% 以下，而加密货币总市值在 2020 年的增速为 302%，2021 年的增速为 203%。从总市值体量来看，约为纳斯达克交易所股票总市值的 10%。

表5：2017-2022 美国主要股票交易所股票总市值，及加密货币总市值（单位：百万美元）

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022
纳斯达克	10,039,336	9,756,836	13,002,048	19,060,372	24,557,074	16,237,594
增速		-3%	33%	47%	29%	-34%
纽交所	22,081,367	20,679,477	21,083,679	22,509,489	23,991,464	24,060,385
增速		-6%	2%	7%	7%	0%
加密货币	639,914	128,005	192,328	773,592	2,347,239	828,015
增速		-80%	50%	302%	203%	-65%

资料来源：世界交易所联合会，民生证券研究院整理

## 2.2 中心化交易所仍居主导，去中心化交易所迅速成长

加密货币交易所分为中心化交易所 CEX（Centralized Exchange）以及去中心化交易所 DEX（Decentralized exchange）两类。二者的主要区别为：CEX 基于交易所自有的服务器搭建中心化的交易平台，用户将资产充值进交易所的钱包。交易所撮合用户的交易，且交易数据记录在交易所自己中心化的服务器上；DEX 是基于区块链的分布式交易平台，用户的资金存在自己的钱包中进行保管，通过智能合约来匹配交易，且交易数据保存在区块链上，可追溯。

本质上，CEX 更加类似于目前股票交易所的模式，通过中心化的方式提高交易效率以及便捷性。其问题在于 CEX 并不符合去中心化的思想，并且由于 CEX 对用户资金有掌控权，因此存在一定风险，如 FTX 就曾自行挪用了用户资产用于高杠杆的投资活动；去中心化交易所的优势在于信息完全透明、资金安全性高，主要缺点在于交易效率较低、交易成本高。

表6：CEX 及 DEX 对比

	CEX	DEX
资产控制权	CEX 对用户资金有绝对掌控权	用户的资金完全由自己保管
资金安全性	用户的资金存在 CEX 的钱包中，庞大的资金量很容易吸引黑客攻击	用户的资金存在自己的钱包中，DEX 只负责交易流动
交易清算	链下进行，交易费用由 CEX 确定；交易数据在 CEX 服务器上，用户不可追溯	链上进行，透明可追溯；交易费用波动，拥挤时费用高且慢
监管	需要监管	无需监管
代表公司	币安、Coinbase、OKX	Uniswap、Sushiswap、Curve

资料来源：RockFlow，民生证券研究院整理

加密市场信息服务商 CoinMarketCap 及 CoinGecko 分别对目前的加密货币交易所进行了综合排名，其中 CoinMarketCap 基于交易所流量、流动性，交易量以及对所报告交易量合理性的置信度对交易所进行排名和评分，排名如下：

**图18: CoinMarketCap 加密货币交易所评分排名前五位**
**Top Cryptocurrency Spot Exchanges**

 CoinMarketCap ranks and scores exchanges based on traffic, liquidity, trading volumes, and confidence in the legitimacy of trading volumes reported. [Read More](#)

#	Exchange	Score	Trading volume(24h)	Avg. Liquidity	Weekly Visits	# Markets	# Coins	Fiat Supported	Volume Graph (7d)
1	<b>Binance</b>	9.9	\$17,808,954,847	889	15,289,341	1476	396	EUR, GBP, BRL and +8 more	
2	<b>Coinbase Exchange</b>	8.6	\$3,462,696,295	755	81,784	394	236	USD, EUR, GBP	
3	<b>Kraken</b>	8.3	\$1,563,796,903	759	1,601,939	778	245	USD, EUR, GBP and +4 more	
4	<b>KuCoin</b>	7.7	\$1,408,466,939	604	2,590,556	1311	740	USD, AED, ARS and +45 more	
5	<b>OKX</b>	7.6	\$4,403,682,586	640	6,772,111	665	321	AED, ARS, AUD and +43 more	

资料来源: CoinMarketCap, 民生证券研究院 (注: 数据截止至 2024-1-10)

CoinGecko 根据如流动性、营运规模、网络安全分数等各种指标计算得出的信用评分 Trust Score 进行排名, 排名如下:

**图19: CoinGecko 加密货币交易所信用评分排名前五位**
**加密货币交易所Trust Score排名**

截至今天为止, 我们追踪了873个加密货币交易所, 24小时总成交量为\$ 129.7 十亿, 过去24小时变动了17.29%。目前, 最大的3个加密货币交易所为币安、OKX 以及 Bybit。目前追踪的加密货币交易所准备金总额为 \$ 146.7 十亿

#	交易	信用评分	准备金数据	24 小时总量 (规范化)	24小时交易量	每月查看量	最近 7 天
1	<b>币安</b> 中心化	10	可提供	US\$12,954,438,664	US\$17,734,927,658	61.9 M	
2	<b>OKX</b> 中心化	10	可提供	US\$4,412,158,288	US\$4,412,158,288	26.8 M	
3	<b>Bybit</b> 中心化	10	可提供	US\$4,121,303,755	US\$4,121,303,755	19.8 M	
4	<b>Coinbase Exchange</b> 中心化	10	不可用	US\$3,423,028,042	US\$3,423,028,042	35.6 M	
5	<b>MEXC</b> 中心化	10	可提供	US\$1,776,694,023	US\$1,776,694,023	9.7 M	

资料来源: CoinGecko, 民生证券研究院 (注: 数据截止至 2024-1-10)

CoinMarketCap 及 CoinGecko 排名的前五位中, 重合的交易所包括币安 Binance、Coinbase 以及 OKX 三家, 均为中心化交易所。

去中心化交易所中, 按照 24 小时交易量进行排名 (2024-1-10), 前 5 位的交易所如下, 其中 OpenOcean 的市占率最高, 居于领先的地位。

**图20: CoinGecko 去中心化交易所 24 小时交易量排名前五位**
**去中心化交易所24小时交易量排名**

我们追踪了619个去中心化加密货币交易所，24小时总交易量为\$ 18.2 十亿，24小时变动了285.91%。目前，DeFi交易量市占率为14.0%，交易量最大的3个去中心化交易所为OpenOcean、Uniswap V3 (Ethereum) 以及 Uniswap V3 (Arbitrum One)。

<b>US\$18,182,559,581</b> DEX 24 小时成交量	<b>14.0%</b> DeFi 支配地位数量 (对比全球)	<b>223386420</b> 每月 DEX 访问量	<b>322</b> 去中心化交易所 (DEX) 货币				
#	交易所	24小时交易量	代币 #	# 交易对数量	访问量	交易次数最多的配对	% 交易量的市场占比
1	OpenOcean 分布式	US\$12,433,674,898	831	5818	259,027.0	USDT/ICE US\$12,409,684,994	68.4%
2	Uniswap V3 (Ethereum) 分布式	US\$1,662,207,848	1125	2183	9,401,291.0	WETH/OXA0B... US\$397,391,075	9.1%
3	Uniswap V3 (Arbitrum One) 分布式	US\$848,474,819	209	648	9,401,291.0	WETH/OXFF9... US\$218,716,603	4.7%
4	Pancakeswap V3 (BSC) 分布式	US\$415,492,374	343	1102	4,228,517.0	USDT/OXBB4... US\$129,325,886	2.3%
5	Orca 分布式	US\$327,966,326	179	679	425,677.0	SOL/EPJFWD... US\$114,162,512	1.8%

资料来源: CoinGecko, 民生证券研究院 (注: 数据截止至 2024-1-10)

据 CoinGecko 数据, CoinGecko 追踪了 619 个去中心化加密货币交易所, 2024 年 1 月 10 日, 24 小时总交易量为 182 亿美金。而 24 小时的总加密货币成交量为 1297 亿美金, 由此可估计去中心化交易所的交易量占比约为 14%。因此, 从交易量规模来看, 目前主流的加密货币交易所仍为中心化交易所。

此处选取币安以及 Coinbase 两个中心化交易所龙头进行比较和进一步说明。表 7 选区用户规模、交易量规模、交易费用、出入金方式、币种数量、上市规则多个维度对两家头部交易所进行了详细说明。

**表7: 币安 Binance 及 Coinbase 各方位比较**

	币安	Coinbase
用户规模	据官方披露, 2022 年注册用户数为 1.28 亿	据 2022 年财报, 认证用户数达 1.1 亿
交易量规模	据官方披露, 其 2022 年现货交易量为 3000 亿美元	据 2022 年财报, 该年内平台上现货交易规模为 8300 亿美元
平台特色	重点关注 altcoins 市场; 提供税务声明、身份验证功能, 以及教育教学资源; 支持 NFT 的接入; 较为低廉的交易费用; 此外, 币安吸引新的项目参与, 建立了丰富的币安生态。	为入门用户和专业人士提供了不同的用户界面及产品功能; 提供大量教学资源; 汇款便利性较高。
交易费用	交易费率为 0.1%起, 根据 30 天内 BTC 的交易量和 BNB 持有量变化, Maker 费用为 0.02-0.1%。Taker 费用为 0.04-0.1%; 通过银行账户的存款在美国以外是免费的, 而美国的电汇每笔收费 15 美元。借记卡和信用卡交易的费率为 3.5%, 最低收费为 10 美元。	稳定币对交易费率为 0.00%或 0.01%, 法币与加密货币间的兑换每笔交易费为 1.49%; 存款费用根据使用的支付方式而有所不同, 英国银行电汇、SWIFT 支付和美国 ACH 银行转账免费, 而美国电汇固定收费 10 美元, SEPA 收费 0.15 欧元, 借记卡存款费率为每笔费率 3.99%。提款费用为 SWIFT 和英国银行提款 1 英镑, SEPA 提款 0.15 欧元, 其余的提款方式免费。
出入金方式	支持银行转账 (SEPA/SWIFT) 银行卡 (Visa/Mastercard)、P2P 快捷支付等方式	支持银行账户 (ACH)、借记卡、电汇、PayPal、Apple Pay 和 Google Pay 等多种方式
币种数量	支持全球超过 600 种加密货币交易, 但美国版本限制在约 60 种	支持数百种不同的加密货币, 选择范围比大多数交易平台广
上市规则	据官网, 填写在线申请表是在币安申请上架的唯一途径。上市门槛是申请者至少拥有一款可行产品; 用户采纳率是关键, 因此申请表中可体现用户统计数据, 帮助完成筛选; 币安	2022 年 10 月 21 日 Coinbase 发布《资产上市优先流程和标准》以提高上市流程的透明度。据介绍, Coinbase 的数字资产上市小组 (DALG) 投票决定

会评估团队应对困难的能力等。此外，加分项包括持续且稳定的进度；在 BNB 智能链 BSC 上发行代币，且代币在所有 BSC 项目中活跃地址数量与交易量名列前茅；将 BNB/BUSD 纳入申请方生态系统，并且（或者）在融资阶段筹集 BNB/BUSD；在社区内支持币安；在尽职调查期间积极回应、展现专业度等。

哪些资产可以在交易所上市，并通过严格的审查流程来评估资产是否符合法律、合规性和技术安全标准，并对一些定量和定性的信息进行额外的评估，如社交媒体情绪和行为、关键项目贡献者的过往经历以及代币的分配方式等。上市资产会受到持续监控，以确保继续遵守该上市标准。

资料来源：币安官网，Coinbase 官网，Inside bitcoins，民生证券研究院整理

## 2.3 美国 SEC 批准比特币现货 ETF，11 家机构可发行

加密货币价格的影响因素颇多，站在今天的时点上，比特币现货 ETF 相关进展成为市场逐渐火热的关键因素。加密货币 ETF 可以让投资者无需直接购买及保管加密货币即可参与加密市场投资，有效降低了加密货币的投资门槛和操作难度。

美国当地时间 2024 年 1 月 10 日，美国证券交易委员会 (SEC) 宣布批准通过比特币现货 ETF。此次美国 SEC 批准的 11 家现货比特币交易所交易基金 (ETF) 发行机构包括 Grayscale、Bitwise、Hashdex、iShares、Valkyrie、Ark 21Shares、Invesco Galaxy、VanEck、WisdomTree、Fidelity、Franklin。

据伦敦证券交易所集团 LSEG 数据显示，美国比特币现货 ETF 上市首日的交易量达到 46 亿美元。其中，灰度的 GBTC 交易量超过 21 亿美元，贝莱德的 IBTT 超过 10 亿美元，富达的 FBTC 超过 6.8 亿美元，这三只 ETF 主导了交易量。表 8 展示了 11 支 ETF 基金的具体情况，包括交易费率、交易所、托管方等信息。注：NYSE 为纽约交易所，CBOE 为芝加哥期权交易所，Nasdaq 为纳斯达克交易所。

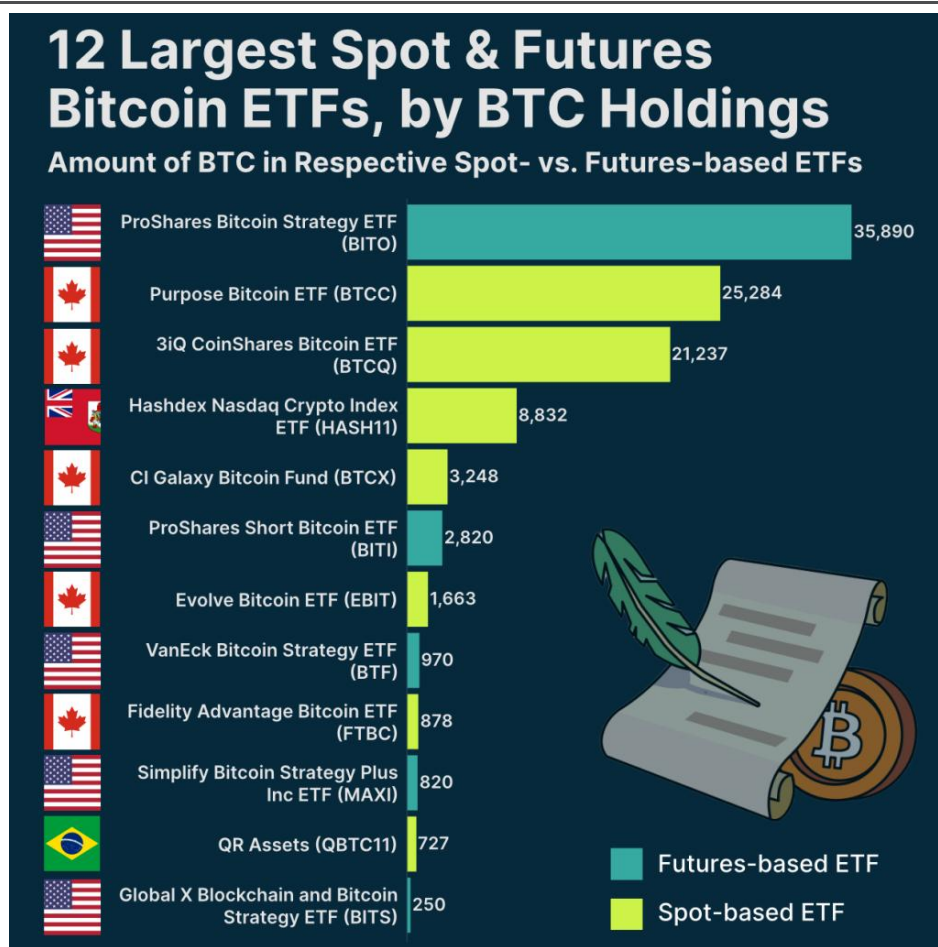
表8：美国首批获准的比特币现货 ETF 基金

基金名称	基金代码	交易费率	上市交易所	托管方
Bitwise Bitcoin ETP Trust	BITB	0.0% (0.20%)	NYSE	Coinbase
ARK 21Shares Bitcoin ETF	ARKB	0.0% (0.21%)	CBOE	Coinbase
Fidelity Wise Origin Bitcoin Trust	FBTC	0.0% (0.25%)	CBOE	Fidelity
Wisdomtree Bitcoin Trust	BTCW	0.0% (0.30%)	CBOE	Coinbase
Invesco Galaxy Bitcoin ETF	BTCO	0.0% (0.39%)	CBOE	Coinbase
Valkyrie Bitcoin Fund	BRRR	0.0% (0.49%)	Nasdaq	Coinbase
iShares Bitcoin Trust	IBIT	0.12% (0.25%)	Nasdaq	Coinbase
VanEck Bitcoin Trust	HODL	0.25%	CBOE	Gemini
Franklin Bitcoin ETF	EZBC	0.29%	CBOE	Coinbase
Hashdex Bitcoin ETF	DEFI	0.90%	NYSE	BitGo
Grayscale Bitcoin Trust	GBTC	1.5%	NYSE	Coinbase

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院。注：交易费率列，括号内数值为减免期之后费率

实际上，SEC 在 2021 年已批准了比特币期货 ETF 产品。ProShares Bitcoin Strategy ETF (BITO) 是第一个在美国主要交易所交易的比特币期货 ETF，于 2021 年四季度推出。目前该 ETF 持有 35,890 枚比特币。排名前 12 位的比特币 ETF 持有的比特币总量为 102,619 枚，约为比特币总量的 0.5%。

图21：全球前 12 位加密货币 ETF 产品



资料来源：CoinGecko，民生证券研究院

期货 ETF 对加密市场产生的影响较为有限。这是由于 ETF 期货的发行并不需要购买任何实体的虚拟货币，而是利用期货合约来模拟比特币价格，因此期货 ETF 的资金并不会进入加密货币市场。

此外，在世界其他国家和地区也有已被批准并开始交易的现货 ETF，包括巴西、加拿大及欧洲等。例如 Purpose Bitcoin ETF，其于 2021 年 2 月推出。截至 2023 年 9 月持有超过 25,000 枚比特币。目前该 ETF 在加拿大多伦多证券交易所交易，资产规模超过 11 亿美元。

相比于上述国家及地区，美国拥有更加成熟且体量更大的基金市场，预计将对加密市场产生更大的影响力。彭博行业研究 (Bloomberg Intelligence) 表示，这可能会发展成为价值 1000 亿美金的加密货币产业。

## 2.4 加密资产价格受美联储利率影响显著

加密资产价格受美联储利率的影响同样显著。2008 年金融危机期间，中本聪创造了比特币，一种无需依赖银行系统及政府中心化管理的数字货币，用算法而非



国家信用保证货币价值。一直以来，比特币为代表的加密货币被视为通货膨胀的对冲工具，但随着本轮美联储的加息行为，加密资产价格同样作出了负向反应。本轮美联储加息周期自 2022 年 3 月以来，已连续加息 11 次，累计幅度达到 525 个基点，为过去 22 年以来之最。

图22：美国本轮加息周期时间点及幅度



资料来源：秒投，民生证券研究院

据下图，在本轮加息周期的 11 次加息中，比特币价格随之出现明显负向反应的次数为 4 次。其余加息日期下比特币价格并未展现出明显的关联性，但极少出现正向反应。2023 年 11 月 10 日，国际评级机构穆迪 (Moody's) 将美国信用评级展望从“稳定”下调至“负面”，原因是利息成本上升，美国财政赤字庞大开始损害美国的信誉，债务可负担性下降，利率进一步提高空间有限。叠加本轮加密货币现货 ETF 发行，降低了用户参与门槛，加密市场或将受到更为广泛的关注。

图23：最近一轮美联储加息周期与比特币价格走势关系



资料来源：CoinGecko，民生证券研究院

### 3 风险提示

**1) 行业发展不及预期。**加密货币交易市场的增长速度可能未达预期，这直接影响到中心化加密货币交易所的收入，原因在于交易所的主要收入来源于交易手续费。如果交易量的增长放缓或出现下滑，可能会对交易所的财务状况和盈利能力造成负面影响。此外，如果市场的不稳定性导致投资者信心下降，进一步减少交易活动，交易所将面临更大的营收挑战。

**2) 法律政策变化不确定性。**加密货币交易所全球范围内面临不断变化的法律和监管环境。不同国家和地区对加密货币的法律态度和政策规定存在显著差异，这些不确定性可能对交易所的运营和盈利能力产生重大影响。若监管政策变得更为严格或不利，可能会限制交易所的市场范围，影响用户基数，甚至可能导致特定市场的退出。因此，加密货币交易所需要密切关注全球监管动态，灵活调整策略，以应对潜在的法律和政策风险。

**3) 加密货币资产价格波动大。**从加密货币资产交易历史来看，由于其不设涨跌幅限制，并支持 7\*24 小时不间断交易，叠加该领域投资者风险偏好较高、投资风格较为激进等隐私，加密货币经常呈现出波动剧烈的价格走势。加密货币交易所的营收及净利润与加密资产价格相关性较强，因此需要考虑到后者剧烈波动所带来的影响。

**4) 数字资产存在安全风险。**近年来加密货币领域安全事故频发，这是由于加密资产作为数字资产易受到网络黑客的恶意攻击。交易所在安全性方面的技术能力及资金投入较为重要。中心化交易所容易成为被攻击对象，造成信息泄漏、资产损失等事故，进而导致交易所可靠性降低、用户流失等。

## 插图目录

图 1: Coinbase 公司 Highlights.....	3
图 2: Coinbase 发展历程.....	4
图 3: Coinbase 业务扩展路径.....	5
图 4: 2018-2022 认证用户数 (百万) 及增速.....	6
图 5: 2018-2022 每月交易用户数 (百万) 及增速.....	6
图 6: 2018-2022 平台上资产规模 (十亿美元) 及增速.....	6
图 7: 2018-2022 交易量 (十亿美元) 及增速.....	6
图 8: Coinbase 面向客户类型及相应服务.....	7
图 9: Coinbase 主营业务营收占比.....	8
图 10: Coinbase 支持的加密货币种类.....	8
图 11: Coinbase 2019-2023Q3 收入及增速.....	9
图 12: Coinbase 2019-2023Q3 归母净利润及增速.....	9
图 13: 比特币价格走势图.....	10
图 14: Coinbase 2019-2023Q3 毛利率和净利率变化.....	10
图 15: Coinbase 2019-2023Q3 三费及三费率情况.....	10
图 16: 全球加密货币市值总和.....	11
图 17: 2013-至今加密货币市值占比分布.....	11
图 18: CoinMarketCap 加密货币交易所评分排名前五位.....	13
图 19: CoinGecko 加密货币交易所信用评分排名前五位.....	13
图 20: CoinGecko 去中心化交易所 24 小时交易量排名前五位.....	14
图 21: 全球前 12 位加密货币 ETF 产品.....	16
图 22: 美国本轮加息周期时间点及幅度.....	17
图 23: 最近一轮美联储加息周期与比特币价格走势关系.....	17

## 表格目录

表 1: Coinbase 融资历史.....	4
表 2: Coinbase 关键业务指标定义.....	5
表 3: Coinbase 2019-2022 年营业收入情况 (千美元).....	7
表 4: Coinbase 核心产品、面向客户、核心功能及收费方式汇总.....	9
表 5: 2017-2022 美国主要股票交易所股票总市值, 及加密货币总市值 (单位: 百万美元).....	12
表 6: CEX 及 DEX 对比.....	12
表 7: 币安 Binance 及 Coinbase 各方位比较.....	14
表 8: 美国首批获准的比特币现货 ETF 基金.....	15

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026