

研究所：

证券分析师：

孙嘉赓 S0350523120002  
sunjg@ghzq.com.cn

## 交易环比下滑/币值波动拖累 Q2 业绩兑现，合 规化大潮提升公司行业地位

### ——CoinbaseGlobal,Inc.ClassA ( COIN ) 公司 动态研究

最近一年走势



相对表现

	1M	3M	12M
Coinbase	-12.05%	-4.57%	+136.09%
纳斯达克	+8.42%	+12.52%	+35.55%

市场数据

	2024/08/12
当前价格(美元)	191.74
52周价格区间(美元)	69.63-283.48
总市值(亿美元)	470.85
流通市值(亿美元)	383.02
总股本(亿股)	2.48
流通股本(亿股)	2.03
日均成交额(亿美元)	17.38
近一月换手(%)	97.00

相关报告

《Coinbase Global(COIN.O)深度报告：加密货币交易所龙头，合规性后驱力逐步显现（增持）\*非银金融\*孙嘉赓》——2024-06-14

投资要点：

- 多元化收入流，驱动交易收入同比显著增长：**2024H1，公司实现交易收入 18.58 亿美元，同比+164.69%；其中零售客户贡献收入 16 亿美元，占比 86.13%，机构客户贡献 1.49 亿美元，占比 8.02%，Base 链及支付相关收入 1.09 亿美元。2024Q2，交易收入 7.81 亿美元，同比+138.74%，环比-27.48%，主要受益于引入了新的费用来源，如衍生品交易和 Coinbase 钱包交易费用。其中零售客户贡献收入 6.65 亿美元，占比 85.13%，贡献度环比下降 1.73pct，机构客户贡献 0.64 亿美元，占比 8.15%，贡献度环比上升 0.22pct，Base 链及支付相关收入 0.53 亿美元，贡献度环比提升 1.51pct，主要系公司在二季度显著降低了 Base 的费用，驱动交易数量环比增长了 300%。
- 受益 ETF “飞轮效应”，成交量同比高增。**交易收入分量价来看：1) 量方面，2024H1 成交量 5380 亿美元，同比+127.00%，其中零售客户成交量 930 亿美元，同比+166%，机构客户成交量 4450 亿美元，同比+120%。2024Q2 公司实现成交量 2260 亿美元，同比+146%，环比-28%；其中零售客户成交量 370 亿美元，同比+164%，环比-34%；机构客户成交量 1890 亿美元，同比+142%，环比-26%，主要受益于 ETF 在产品、平台和生态系统中产生的“飞轮效应”；2) 价方面，2024H1 平均费率 0.35%，零售费率 1.72%，机构费率 0.03%；2024Q2 平均费率 0.35%维持不变，零售客户费率环比上行 0.13pct 至 1.80%，同比下降 0.27pct，驱动成交量同比放大；机构客户费率环比保持不变。
- 稳定币及区块链奖励收入驱动，订阅及服务收入同环比增幅明显。**2024H1 公司实现订阅及服务收入 11.10 亿美元，同比+59%；其中 2024Q2 实现订阅及服务收入 5.99 亿美元，同比+79%，环比+17%，主要是由稳定币收入和区块链奖励收入驱动的。其中 2024Q2 分细分业务来看：1) 稳定币收入 2.40 亿美元，同比+59%，环比+22%，收入贡献占比 45.14%；主要受益于 USDC 成为首个符合 MiCA 法规的稳定币，增加了 USDC 在欧洲市场的可信度和使用量，从而推动

稳定币收入增长。2) 区块链奖励收入 1.85 亿美元, 同比+111%, 环比+23%, 收入贡献占比 30.91%, 主要受益于一次性的 800 万美元验证器奖励; 3) 利息收入 0.69 亿美元, 同比+34%, 环比+4%, 收入贡献占比 11.59%; 4) 托管收入 0.35 亿美元, 同比+103%, 环比+7%, 占比 5.76%。

- **美国两党及监管均在积极拥抱加密货币, 合规化进程及法律法规框架完善有望提速。** 1) 特朗普如能在今年的美国大选中胜出, 或将为加密货币行业带来更温和的监管环境和更友好的政策。第一, 特朗普于 Bitcoin 2024 大会上表示, 若当选将建立比特币国家战略性储备; 第二, 据 Arkham 数据监测, 截至 2024 年 7 月 14 日, 美国前总统唐纳德·特朗普地址持有的加密资产价值已反弹突破 1000 万美元关口; 第三, 据金色财经报道, 特朗普表示, 他不想让“另一个国家接管” Bitcoin 和加密货币的主导地位。民主党方面, 《纽约时报》此前曾报道, 哈里斯与科技行业关系密切。而随着科技行业与加密货币的相关性越来越高, 未来不排除哈里斯在总统竞选之前可能会选择支持比特币。民主党的另一位潜在候选人纽森对加密货币行业有深入的了解, 并持开放态度。他一直是民主党内最杰出的区块链和加密技术推动者之一, 致力于与加密货币行业合作制定国家政策和推动教育。2) 美国加密监管“开绿灯”, 数字资产进入历史新起点。2024 年 1 月, 美国证券交易委员会 (SEC) 表示已通过加急模式批准了现货比特币 ETF 上市交易。其中许多 ETF 都与 Coinbase 合作作为其托管合作伙伴。自批准通过以来, 这些美国现货基金的流量创下了纪录, 总共带来了约 520 亿美元的收入。本次批准, 是 SEC 其罕见的妥协。预计随合规进程及框架逐渐完善, 公司行业地位有望显著提升。
- **盈利预测和投资评级** 我们维持此前的预期, 预计 Coinbase 2024-2026 年总收入分别为 66.37 亿美元、102.69 亿美元、120.06 亿美元, 归母净利润分别为 23.97、39.85、48.42 亿美元, EPS 分别为 9.67、16.07、19.53 美元。截至 2024 年 8 月 12 日, 收盘价 191.74 美元, 对应 2024-2026 年 PE 估值分别为 19.84、11.93、9.82 倍。加密货币有望迎来新一轮上行周期, Coinbase 合规严把控, 后驱力强劲, 维持“增持”评级。
- **风险提示** 监管政策限制下的合规风险、加密资产价格大幅波动风险、美国宏观经济政策波动风险、汇率波动风险、同行业竞争加剧风险、经济下行风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	3108.38	6636.52	10268.58	12006.28
增长率(%)	-2.69%	113.50%	54.73%	16.92%
归母净利润(百万美元)	94.87	2397.08	3985.08	4842.29
增长率(%)	--	2426.67%	66.25%	21.51%
摊薄每股收益(美元)	0.38	9.67	16.07	19.53
ROE(%)	1.62%	36.09%	53.09%	57.37%
P/E	501.22	19.84	11.93	9.82
P/B	7.57	6.79	5.94	5.36
P/S	16.25	7.42	4.76	4.07

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表: CoinbaseGlobal,Inc.ClassA 盈利预测表

证券代码:	COIN		股价: 191.74		投资评级:	增持		日期: 2024/8/12	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	1.62%	36.09%	53.09%	57.37%	EPS	0.38	9.67	16.07	19.53
期间费率	92.20%	47.44%	35.31%	34.43%	<b>估值</b>				
销售净利率	3.24%	37.38%	39.85%	41.45%	P/E	501.22	19.84	11.93	9.82
<b>成长能力</b>					P/B	7.57	6.79	5.94	5.36
收入增长率	-2.69%	113.50%	54.73%	16.92%	P/S	16.25	7.42	4.76	4.07
利润增长率	--	2426.67%	66.25%	21.51%					
<b>营运能力</b>									
总资产周转率	1.41%	1.45%	1.53%	1.38%					
<b>偿债能力</b>									
资产负债率	96.97%	98.41%	98.78%	98.95%					
流动比	1.03	1.02	1.01	1.01					
<b>资产负债表 (百万美元)</b>					<b>利润表 (百万美元)</b>				
现金及现金等价物	5,139.35	4,069.76	3,100.84	1,218.17	<b>营业总收入</b>	3,108.38	6,636.52	10,268.58	12,006.28
托管客户资金	4,570.85	5,942.10	7,130.52	7,843.57	交易费用	420.71	956.48	1,621.15	1,838.68
托管客户加密资产	192,583.06	423,682.73	635,524.10	826,181.33	技术与开发费用	1,324.54	1,360.99	1,551.53	1,815.28
USDC	576.03	860.67	989.77	1,088.75	营业外净收入	167.58	-23.55	-28.33	-34.05
<b>流动资产合计</b>	<b>203,466.53</b>	<b>435,927.37</b>	<b>648,821.24</b>	<b>838,750.64</b>	<b>利润总额</b>	<b>-76.85</b>	<b>2,663.42</b>	<b>4,427.87</b>	<b>5,380.32</b>
持有的加密资产	449.93	692.27	698.79	840.46	所得税费用	171.72	266.34	442.79	538.03
递延税项资产	1,272.23	1,272.23	1,272.23	1,272.23	<b>净利润</b>	<b>94.87</b>	<b>2,397.08</b>	<b>3,985.08</b>	<b>4,842.29</b>
商誉	1,139.67	1,151.07	1,162.58	1,174.20	少数股东损益	--	--	--	--
其他非流动资产	362.89	1,191.90	1,992.58	3,463.88	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>94.87</b>	<b>2,397.08</b>	<b>3,985.08</b>	<b>4,842.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>206,982.95</b>	<b>441,133.82</b>	<b>655,489.32</b>	<b>848,008.05</b>					
客户加密债务	192,583.06	423,682.73	635,524.10	826,181.33					
应计费用及其他流动负债	447.05	470.12	494.37	569.00					
托管客户资金	4,570.85	4,967.47	5,739.60	6,117.62					
其他流动负债	10.90	25.21	25.50	25.54					
<b>流动负债合计</b>	<b>197,714.13</b>	<b>429,236.14</b>	<b>641,852.67</b>	<b>832,948.90</b>					
租赁-非流动负债	3.82	1.98	0.78	0.26					
长期借款	2,979.96	4,890.98	5,624.63	6,187.09					
<b>长期负债合计</b>	<b>2,987.17</b>	<b>4,895.49</b>	<b>5,627.29</b>	<b>6,188.40</b>					
<b>负债合计</b>	<b>200,701.30</b>	<b>434,131.63</b>	<b>647,479.96</b>	<b>839,137.30</b>					
股东权益	6,281.65	7,002.18	8,009.35	8,870.75					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>206,982.95</b>	<b>441,133.82</b>	<b>655,489.32</b>	<b>848,008.05</b>					

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

注: 股价单位为美元

## 【非银小组介绍】

孙嘉赓，非银金融与金融科技团队首席分析师，主要覆盖证券、保险、多元金融、金融科技等若干领域，专注中小市值成长股挖掘，善于开展差异化、特色化行业深度研究。

## 【分析师承诺】

孙嘉赓，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。