

买入

2024年8月22日

**二季度加密货币交易市场疲软，公司订阅和服务收入稳定增长**

- 业绩摘要：**第二季度的营业收入达到了 14.5 亿美元，与上一季度相比下降了 11%（同比增长了 105%），超出一致预期的 14.02 亿美元。净利润从第一季度的近 11.76 亿美元下降至 3600 万美元。调整后的 EBITDA 为 5.96 亿美元，较去年同期的 1.89 亿美元有所增长，但低于一致的 6.12 亿美元。月度交易用户（MTU）从第一季度的 800 万增长到 820 万（同比增长 12%）。
- 二季度加密货币交易市场疲软：**第二季度的总交易收入为 7.81 亿美元，环比下降 27%，超出一致预期的 7.54 亿美元。其中零售收入为 6.65 亿美元（占总收入和总交易收入的约 48%和 85%），相较于去年的 2.89 亿美元同比增长 130%。机构收入为 6400 万美元（占总收入和总交易收入的约 5%和 8%），同比增长超过 270%。订阅和服务收入环比增长 17%至 5.99 亿美元（占总收入的约 40%），主要由区块链奖励和稳定币收入推动。总运营费用为 11 亿美元，环比增长 26%，技术与开发、一般与管理以及销售与营销费用总计 8.5 亿美元，环比增长 14%。
- 第三季度业绩指引：**公司表示 7 月的交易收入约为 2.1 亿美元。此外，对于 2024 年第三季度，管理层预计：1) 订阅和服务收入将在 5.3 至 6 亿美元之间，2) 交易费用占总收入的比例将达到 15%左右，3) 由于与股票薪酬费用确认相关的费用增加，技术与开发以及一般和行政费用预计在 7 至 7.5 亿美元之间（包括约 2.3 亿美元的 SBC），4) 销售和营销费用将达到 1.6 至 2.1 亿美元之间（包括约 1900 万美元的 SBC），主要是由于数字营销的增加。
- 目标价 260.00 美元，维持买入评级：**公司在收入来源方面取得了多元化的进展，第二季度订阅和服务业务的收入接近 6 亿美元，是更具粘性的收入来源。因此，考虑到交易所收入结构正在发生转变以及监管环境的改善会给市场注入新的活力，我们继续看好公司的发展，给予目标价 260.00 美元/股，对应 2025 年 11 倍的 PS 系数，维持买入评级。
- 风险因素：**监管风险，加密货币市场竞争加大，用户增长放缓，法律和合规成本增加，加密货币市场价格波动。

金焯

852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

**主要资料**

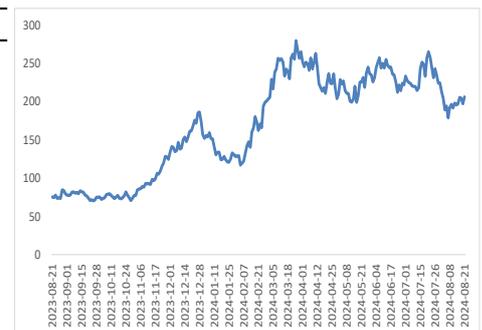
行业	金融服务
股价	206.23 美元
目标价	260.00 美元 (+26.07%)
股票代码	COIN.O
已发行股本	2.00 亿股
总市值	512.44 亿美元
52 周高/低	283.48 美元/69.63 美元
每股净资产	33.71 美元
主要股东	Brian Armstrong (14.62%) THE VANGUARD GROUP Inc. (7.11%) Blackrock, Inc. (4.42%) FMR LLC (4.32%)

**表：盈利摘要**

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (美元千元)	3,194,208	3,108,383	5,665,001	6,319,411	6,645,494
变动	-59.25%	-2.69%	82.25%	11.55%	5.16%
净利润	-2,624,949	94,871	1,408,106	940,056	799,814
变动	-172.43%	103.61%	1384.23%	-33.24%	-14.92%
每股盈利 (美元)	-11.83	0.37	5.28	3.52	3.00
变动	-181.59%	103.13%	1326.26%	-33.24%	-14.92%
股息	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市销率 206.23 美元 (估)	17.2	17.7	9.7	8.7	8.3

资料来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**



资料来源：彭博

## 业绩摘要

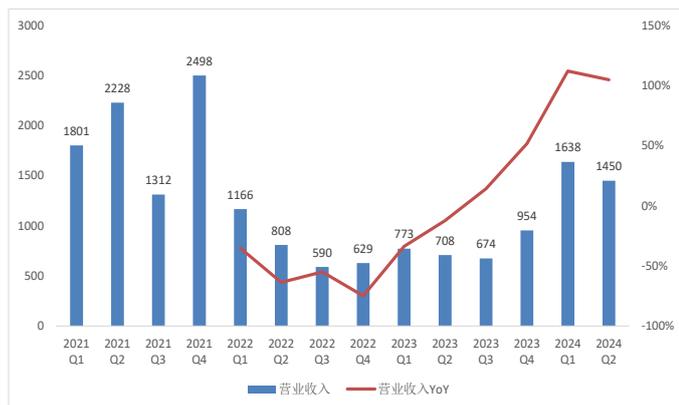
### 2024年第二季度业绩情况

公司已连续四个季度实现营收正增长

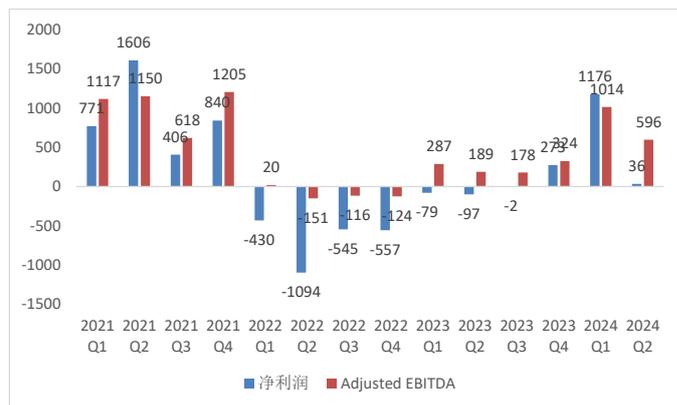
Coinbase 第二季度的营业收入达到了 14.5 亿美元，与上一季度相比下降了 11%（同比增长了 105%），超出一致预期的 14.02 亿美元。净利润从第一季度的近 11.76 亿美元下降至 3600 万美元。调整后的 EBITDA 为 5.96 亿美元，比去年同期的 1.89 亿美元有所增长，但低于一致的 6.12 亿美元。月度交易用户（MTU）从第一季度的 800 万增长到 820 万（同比增长 12%）。

总交易收入为 7.81 亿美元，环比下降 27%，超出一致预期的 7.54 亿美元。其中零售收入为 6.65 亿美元（占总收入和总交易收入的约 48%和 85%），相较于去年的 2.89 亿美元同比增长 130%。机构收入为 6400 万美元（占总收入和总交易收入的约 5%和 8%），同比增长超过 270%。订阅和服务收入环比增长 17%至 5.99 亿美元（占总收入的约 40%），主要由区块链奖励和稳定币收入推动。总运营费用为 11 亿美元，环比增长 26%，技术与开发、一般与管理以及销售与营销费用总计 8.5 亿美元，环比增长 14%。

图表 1: 2021Q1~2024Q2 营业收入（百万美元）及增速



图表 2: 2021Q1~2024Q2 净利润（百万美元）及经调整后的 EBITDA（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

图表 3: 2021Q1~2024Q2 总收入按业务分类（百万美元）



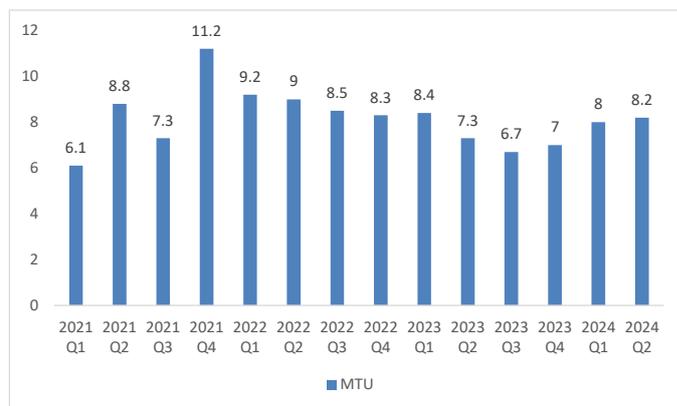
图表 4: 2021Q1~2024Q2 总收入结构



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

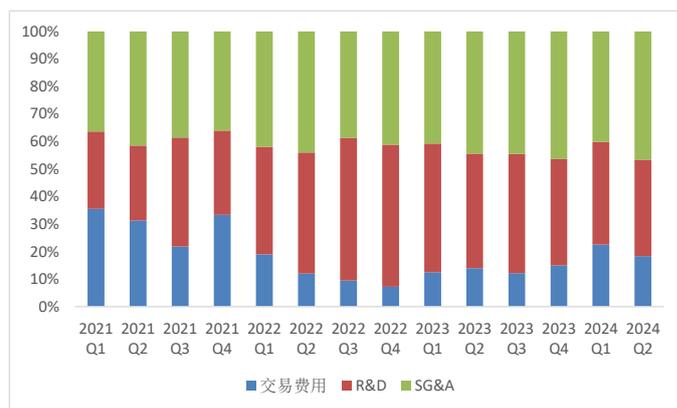
图表 5: 2021Q1~2024Q2 交易收入按客户类别 (百万美元) | 图表 6: 2021Q1~2024Q2 月度交易用户数 (百万)



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 7: 2021Q1~2024Q2 总运营费用 (百万美元) | 图表 8: 2021Q1~2024Q2 运营费用结构



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

## 2024 年第三季度业绩指引

Coinbase 提供了 2024 年第三季度的指引。公司表示 7 月的交易收入约为 2.1 亿美元。此外, 对于第三季度, 管理层预计: 1) 订阅和服务收入将在 5.3 至 6 亿美元之间, 2) 交易费用占总收入的比例将达到 15%左右, 3) 由于与股票薪酬费用确认相关的费用增加, 技术与开发以及一般和行政费用预计在 7 至 7.5 亿美元之间 (包括约 2.3 亿美元的 SBC), 4) 销售和营销费用将达到 1.6 至 2.1 亿美元之间 (包括约 1900 万美元的 SBC), 主要是由于数字营销的增加。

## 盈利预测与估值

### 目标价 260.00 美元，维持买入评级

受到 ETF 的推动，比特币今年的价格上涨了大约 40%，较去年低点涨了 2 倍以上。近期加密货币市场表现低迷，整体市场交易量有所下降，这也影响到了 Coinbase 的收入，但公司在收入来源方面取得了多元化的进展，第二季度订阅和服务业务的收入接近 6 亿美元，是更具粘性的收入来源。因此，考虑到交易所收入结构正在发生转变以及监管环境的改善会给市场注入新的活力，我们继续看好公司的发展，给予目标价 260.00 美元/股，对应 2025 年 11 倍的 PS 系数，维持买入评级。

## 风险因素

Coinbase 受到不同国家和地区监管政策的影响，监管的不确定性或变化可能会对公司的运营产生重大影响。例如，美国证券交易委员会（SEC）对加密行业的监管审查可能导致法律和合规成本的增加。

随着加密货币市场的成熟，新的交易所和交易平台不断涌现，这增加了市场竞争，可能会影响 Coinbase 的市场份额和收入。

Coinbase 的成功在很大程度上取决于其吸引新用户和保留现有用户的能力。用户增长放缓或用户流失可能会对公司的收入和增长前景产生负面影响。

随着监管环境的不断发展，Coinbase 可能需要承担更高的法律和合规成本，这可能会影响其利润率和财务表现。

Coinbase 的收入在很大程度上依赖于加密货币的市场价格。如果加密货币价格下跌，可能会减少交易活动，从而影响公司的交易收入。

全球经济状况的变化，如经济衰退或市场动荡，可能会减少投资者对加密货币的兴趣，进而影响 Coinbase 的业绩。

# 主要财务报表

## 损益表

<美元千元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	3,194,208	3,108,383	5,665,001	6,319,411	6,645,494
交易开支	629,880	420,705	681,988	762,482	801,870
研发开支	2,326,354	1,324,541	1,363,975	1,463,965	1,475,441
销售开支	510,089	332,312	545,590	670,984	641,496
行政与其他开支	2,438,093	1,192,487	1,145,739	1,280,970	1,282,992
营运收入	-2,710,208	-161,662	1,927,710	2,141,010	2,443,695
财务开支	354,374	-84,817	349,115	1,052,983	1,506,046
税前盈利	-3,064,582	-76,845	1,578,594	1,088,028	937,649
所得税	-439,633	-171,716	170,488	147,972	137,834
净利润	-2,624,949	94,871	1,408,106	940,056	799,814
非控股權益	6,230	120	0	0	0
本公司股东应占利润	-2,631,179	94,751	1,408,106	940,056	799,814
折旧及摊销	154,069	139,642	104,432	96,285	63,974
EBITDA	-3,218,651	-216,487	1,474,163	991,743	873,674
增长					
总收入 (%)	-59.3%	-2.7%	82.2%	11.6%	5.2%
EBITDA (%)	208.6%	93.3%	780.9%	32.7%	11.9%

## 资产负债表

<美元千元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	4,425,021	5,139,351	6,539,291	7,478,585	8,274,752
客户托管资金	5,041,119	4,570,845	4,570,845	4,570,845	4,570,845
客户加密资产	75,413,188	192,583,060	192,583,060	192,583,060	192,583,060
USDC	861,149	576,028	576,028	576,028	576,028
应收账款	404,376	361,715	414,313	451,360	458,981
其他流动资产	303,362	235,532	235,532	235,532	235,532
总流动资产	86,448,215	203,466,531	204,919,069	205,895,410	206,699,199
持有加密资产	424,393	449,925	449,925	449,925	449,925
固定资产	171,853	192,550	188,058	176,067	179,739
无形资产	1,209,335	1,226,092	1,186,152	1,161,859	1,154,212
其他非流动资产	1,471,077	1,647,855	1,647,855	1,647,855	1,647,855
总资产	89,724,873	206,982,953	208,391,059	209,331,115	210,130,930
客户托管资金	4,829,587	4,570,845	4,570,845	4,570,845	4,570,845
客户加密资产	75,413,188	192,583,060	192,583,060	192,583,060	192,583,060
应付账款	331,236	447,050	447,050	447,050	447,050
其他短期负债	241,282	113,176	113,176	113,176	113,176
总短期负债	80,815,293	197,714,131	197,714,131	197,714,131	197,714,131
长期债务	3,393,448	2,979,957	2,979,957	2,979,957	2,979,957
其他负债	61,575	7,216	7,216	7,216	7,216
总负债	84,270,316	200,701,304	200,701,304	200,701,304	200,701,304
留存收益	1,725,475	1,820,346	3,228,452	4,168,508	4,968,323
股东权益	5,454,557	6,281,649	7,689,755	8,629,811	9,429,626
每股账面值(摊薄)	25	25	29	32	35
营运资产	5,632,922	5,752,400	7,204,938	8,181,279	8,985,068

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 财务分析

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	-84.85%	-5.20%	34.03%	33.88%	36.77%
EBITDA 利率 (%)	-100.77%	-6.96%	26.02%	15.69%	13.15%
净利率 (%)	-82.18%	3.05%	24.86%	14.88%	12.04%
营运表现					
交易/收入 (%)	-19.7%	-13.5%	-12.0%	-12.1%	-12.1%
研发/收入 (%)	-72.8%	-42.6%	-24.1%	-23.2%	-22.2%
销售/收入 (%)	-16.0%	-10.7%	-9.6%	-10.6%	-9.7%
实际税率 (%)	14.3%	223.5%	10.8%	13.6%	14.7%
应收账款天数	13.2	21.4	25.0	25.0	25.0
财务状况					
总负债/总资产	0.94	0.97	0.96	0.96	0.96
收入/净资产	0.59	0.49	0.74	0.73	0.70
经营性现金流/收入	-0.50	0.30	0.29	0.16	0.13

## 现金流量表

<美元千元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
净利润	-2,624,949	94,871	1,408,106	940,056	799,814
股权激励	1,565,823	780,668	0	0	0
递延税务	-468,035	-216,334	0	0	0
计为收入的加密资产	-470,591	-460,878	0	0	0
加密资产支付费用	383,221	298,255	0	0	0
加密资产已实现收益	-36,666	-145,594	0	0	0
USDC	-848,138	254,571	0	0	0
其他经营活动	913,916	317,392	229,593	59,237	56,353
营运现金流	-1,585,419	922,951	1,637,699	999,293	856,168
软件开发	-61,038	-63,202	-50,000	-50,000	-50,000
持有加密资产变动	-435,054	-430,847	183,958	0	0
其他投资活动	-167,730	499,441	-193,958	-10,000	-10,000
投资活动现金流	-663,822	5,392	-60,000	-60,000	-60,000
长期债务	0	-303,533	0	0	0
短期债务变化	-117	-20,482	0	0	0
客户托管现金	-5,562,558	-274,822	0	0	0
发行债券	0	0	0	0	0
其他融资活动	-275,843	-212,495	0	0	0
融资活动现金流	-5,838,518	-811,332	0	0	0
现金变化	-8,087,759	117,011	1,577,699	939,293	796,168
期初持有现金	17,680,662	9,429,646	9,555,429	11,133,128	12,072,422
汇兑变化	-163,257	8,772	0	0	0
期末持有现金	9,429,646	9,555,429	11,133,128	12,072,422	12,868,589

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。