

**买入**

2024年11月11日

**长期收入多元化，宣布 10 亿美元股票回购计划**

- **业绩摘要：** 营业收入达到了 12 亿美元，与上一季度相比下降了 17%（同比增长了 104%），低于一致预期的 12.6 亿美元。净利润从第二季度的 3600 万美元提升至 7550 万美元。调整后的 EBITDA 为 4.49 亿美元，低于一致预期的 4.692 亿美元。每股 EPS 为 0.28 美元，也低于预期的 0.45 美元。
- **三季度加密资产价格下降：** 总交易收入为 5.73 亿美元，环比下降 27%。其中零售收入为 4.83 亿美元（占总收入和总交易收入的约 40%和 84%）。机构收入为 5529 万美元（占总收入和总交易收入的约 5%和 10%）。订阅和服务收入环比下降 7%至 5.56 亿美元（占总收入的约 49%），主要由于第三季度平均加密资产价格较之前有所下降以及稳定币对交易量的影响。总运营费用为 10 亿美元，环比下降 6%，技术与开发、一般与管理以及销售与营销费用总计 8.7 亿美元，环比增长 3%。
- **业绩展望与回购计划：** 公司预计订阅和服务收入将受到一些不利因素影响，包括以太坊价格在 10 月份比第三季度平均价格下降了 10%，以及利率的下降。预计第四季度技术和开发费用以及一般管理费用将在 6.9 亿美元到 7.3 亿美元之间。预计第四季度销售和营销费用将在 1.7 亿美元到 2.2 亿美元之间，这一增长主要是由于平台上 USDC 余额的增加和品牌支出的增加。Coinbase 董事会授权了高达 10 亿美元的股票回购计划。公司的资产负债表上有 82 亿美元的美元资源和 1.3 亿美元的加密资产投资组合，这为其股票回购和其他资本配置活动提供了支持。
- **大选结果强化投资者做多信心：** 特朗普在竞选期间多次表达了对比特币和加密货币的青睐，并计划以政策形式支持加密货币，上任后有很大的概率会辞退对于加密货币呈敌对态度的现任 SEC 主席，这进一步强化了投资者的信心。
- **目标价 350.00 美元，维持买入评级：** 考虑到近日加密货币市场的积极表现呈现出牛市的趋势，我们继续看好公司的发展，给予目标价 350.00 美元/股，对应 14.6xPS，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。

金煊

852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

**主要资料**

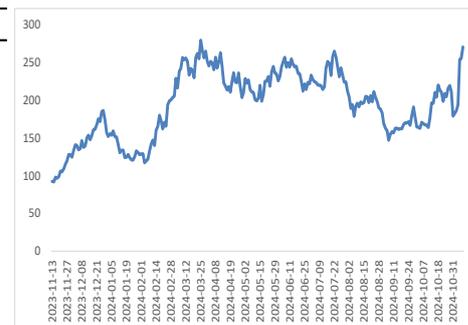
行业	金融服务
股价	270.74 美元
目标价	350.00 美元 (+29.28%)
股票代码	COIN.O
已发行股本	2.02 亿股
总市值	677.80 亿美元
52 周高/低	283.48 美元/88.62 美元
每股净资产	34.87 美元
主要股东	Brian Armstrong (14.49%) THE VANGUARD GROUP Inc. (7.31%) Blackrock, Inc. (4.58%) FMR LLC (4.29%)

**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	5,098,001	5,743,411	5,977,244
变动	-59.25%	-2.69%	64.01%	12.66%	4.07%
净利润	-2,624,949	94,871	1,279,959	866,216	732,340
变动	-172.43%	103.61%	1249.16%	-32.32%	-15.46%
每股盈利 (美元)	-11.83	0.37	4.80	3.25	2.74
变动	-181.59%	103.13%	1196.46%	-32.32%	-15.46%
股息	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市销率270.74美元 (估)	21.1	21.6	13.2	11.7	11.3

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 年第三季度业绩情况

盈利和收入均不及预期

Coinbase 第三季度的营业收入达到了 12 亿美元，与上一季度相比下降了 17%（同比增长了 104%），低于一致预期的 12.6 亿美元。净利润从第二季度的 3600 万美元提升至 750 万美元。调整后的 EBITDA 为 4.49 亿美元，低于一致预期的 4.692 亿美元。每股 EPS 为 0.28 美元，也低于预期的 0.45 美元。

总交易收入为 5.73 亿美元，环比下降 27%。其中零售收入为 4.83 亿美元（占总收入和总交易收入的约 40%和 84%）。机构收入为 5529 万美元（占总收入和总交易收入的约 5%和 10%）。订阅和服务收入环比下降 7%至 5.56 亿美元（占总收入的约 49%），主要由于第三季度平均加密资产价格较之前有所下降以及稳定币对交易量的影响（虽然稳定币交易量增长，但 Coinbase 在稳定币对交易上几乎不产生费用，因此这种交易量的增长并没有转化为订阅和服务收入的增长）。总运营费用为 10 亿美元，环比下降 6%，技术与开发、一般与管理以及销售与营销费用总计 8.7 亿美元，环比增长 3%。

图表 1: 2021Q1~2024Q3 营业收入（百万美元）及增速



图表 2: 2021Q1~2024Q3 净利润（百万美元）及经调整后的 EBITDA（百万美元）



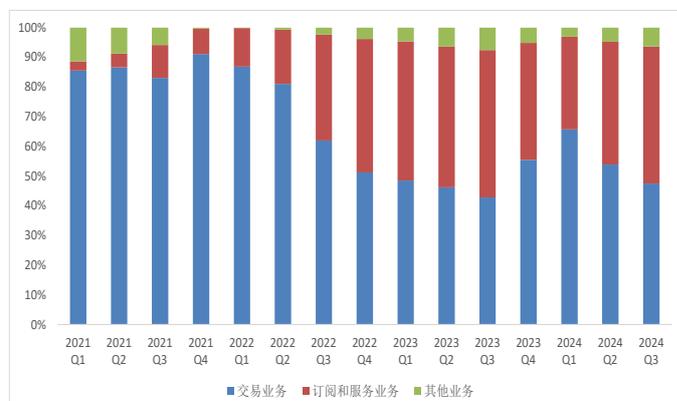
资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

图表 3: 2021Q1~2024Q3 总收入按业务分类（百万美元）



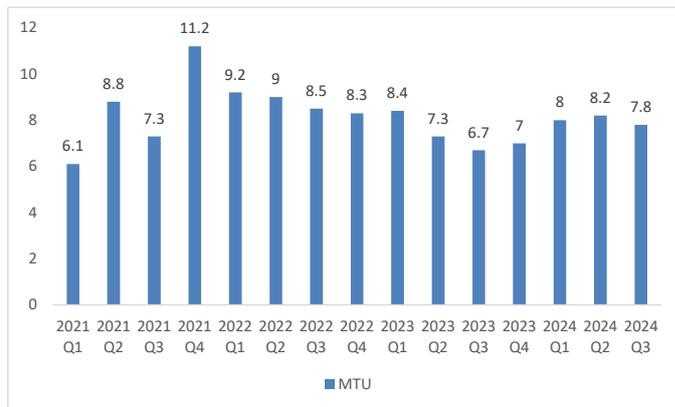
图表 4: 2021Q1~2024Q3 总收入结构



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

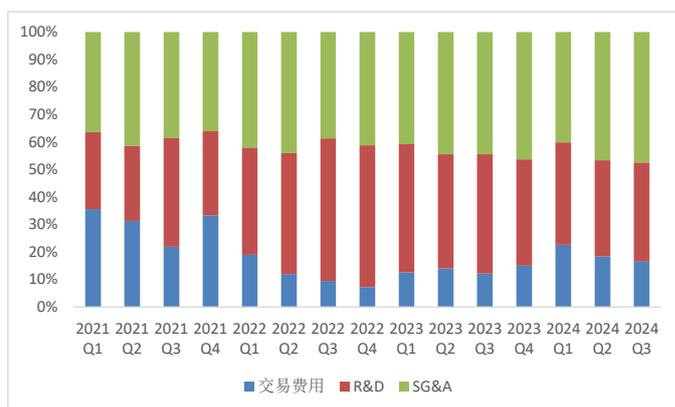
图表 5: 2021Q1~2024Q3 交易收入按客户类别 (百万美元) | 图表 6: 2021Q1~2024Q3 月度交易用户数 (百万)



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: 2021Q1~2024Q3 总运营费用 (百万美元) | 图表 8: 2021Q1~2024Q3 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

## 四季度业绩展望与回购计划

**订阅和服务业收入:** 预计订阅和服务业收入将受到一些不利因素影响, 包括以太坊 (Ethereum) 价格在 10 月份比第三季度平均价格下降了 10%, 以及利率的下降。

**技术和开发费用:** 预计第四季度技术和开发费用以及一般管理费用 (Tech and dev and G&A expenses) 将在 6.9 亿美元到 7.3 亿美元之间。

**销售和营销费用:** 预计第四季度销售和营销费用将在 1.7 亿美元到 2.2 亿美元之间, 这一增长主要是由于平台上 USDC 余额的增加和品牌支出的增加。

**长期收入多元化:** Coinbase 对于长期收入多元化的努力感到满意, 预计订阅和服务业收入在本年度将超过 20 亿美元。

Coinbase 董事会授权了高达 10 亿美元的股票回购计划。公司的资产负债表上有 82 亿美元的美金资源和 1.3 亿美元的加密资产投资组合, 这为其股票回购和其他资本配置活动提供了支持。

## 盈利预测与估值

### 目标价 350.00 美元，维持买入评级

近几日比特币的表现非常强劲，于 11 月 10 日突破了 80000 美元/枚。除了比特币，以太坊的表现也同样很好，价格突破了 3200 美元/枚，达到 8 月以来的新高。此外，山寨币中比如狗狗币盘中最高价达到了 0.30341 美元/枚，是 2022 年以来的最高点。

加密货币的近期大涨与特朗普赢得美国总统大选有着密切的关系。特朗普在竞选期间多次表达了对比特币和加密货币的青睐，并计划以政策形式支持加密货币，上任后有很大的概率会辞退对于加密货币呈敌对态度的现任 SEC 主席，这进一步强化了投资者的信心。

推动比特币的价格除了大选的影响外还有几方面的因素，首先由于 MicroStrategy (MSTR) 的发债买币策略，让其不断增持比特币，目前持仓高达 252,220 枚。随着比特币在其资产组合中的比例越来越高，增强了公司市值与比特币的正相关性。从去年下半年开始，MSTR 的采取了卖股买币的新策略，通过市场对比特币的预期越来越强，MSTR 的股票溢价也越来越大，因此公司可以通过持续增发股票的方式购买比特币。公司购买比特币的行为可以促进比特币的价格上涨，当比特币的价格上涨时，公司的市值也相应增长，促进指数基金增加对其的购买，又进一步推动了 MSTR 的股价和市值。这种模式可以一直循环下去，形成反身性飞轮效应。MicroStrategy 的存在无疑推动了比特币价格的上涨，且吸引了其他公司开始模仿其囤币策略。

比特币 ETF 的流入也是推动价格上涨的一个重要因素。今年 1 月，比特币 ETF 获批上市，降低了比特币的购买门槛，吸引了更多机构和散户投资者进入市场。同时，ETF 的批准上市也提升了加密资产的合法性，推动了比特币价格的上涨。

此外，市场对降息的预期对比特币价格的上涨也起到了催化作用。美联储从今年 9 月开始降息，市场预计 11 月至明年 6 月会连续降息 6 次。降息将降低借贷成本，增加市场流动性，促使更多资金流入比特币等投资渠道。同时，低利率环境下，传统储蓄或定期产品的吸引力下降，进一步推动了比特币价格的上涨。

比特币价格在 2024 年表现出强劲的增长趋势，年初至今上涨了约 118%。特朗普的连任引发了对加密货币友好法规的乐观预期，全球货币政策的调整也对比特币价格产生了积极影响。比特币突破 80000 美元是由多重因素共同推动的结果，同时也说明加密货币在全球金融体系中的地位正在发生很大的变化。

加密货币价格的上涨对 Coinbase 存在积极影响。Coinbase 的营收和利润与比特币等主流加密货币的价格波动有着直接的联系。这两天比特币价格的上涨，以及以太坊和狗狗币的显著涨幅，势必会带动 Coinbase 平台上的交易量增加，从而增加交易收入。

Coinbase 的股价和市场表现也受到比特币价格的影响。比如 Coinbase 股价在去年上涨了近 400%，超过了去年比特币价格约 150% 的涨幅。这表明 Coinbase 的市场表现与比特币价格的上涨有着正相关性。因此，近日比特币价格的上涨会对 Coinbase 的股价产生积极影响。

Coinbase 的业务不仅包括交易服务，还涉及资产管理等。随着比特币价格的上涨，机构对比特币的需求增加，这可能会增加 Coinbase 的资产管理业务量，进一步提升其营收。

不过也应当注意 Coinbase 的营收和利润受到交易量减少和加密货币市场波动性加大的影响。因此，虽然短期内比特币等加密货币价格的上涨可能带来积极影响，但长期来看，Coinbase 的业绩仍需关注市场的整体趋势和稳定性。

因此，考虑到近日加密货币市场的积极表现呈现出牛市的趋势，我们继续看好公司的发展，给予目标价 350.00 美元/股，对应 14.6xPS，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	5,098,001	5,743,411	5,977,244
交易开支	629,880	420,705	611,113	690,482	718,339
研发开支	2,326,354	1,324,541	1,222,225	1,325,725	1,321,743
销售开支	510,089	332,312	488,890	607,624	574,671
行政与其他开支	2,438,093	1,192,487	1,026,669	1,160,010	1,149,342
营运收入	-2,710,208	-161,662	1,749,105	1,959,570	2,213,149
财务开支	354,374	-84,817	314,173	957,006	1,354,603
税前盈利	-3,064,582	-76,845	1,434,932	1,002,565	858,546
所得税	-439,633	-171,716	154,973	136,349	126,206
净利润	-2,624,949	94,871	1,279,959	866,216	732,340
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	1,279,959	866,216	732,340
折旧及摊销	154,069	139,642	104,432	96,285	63,974
EBITDA	-3,218,651	-216,487	1,330,500	906,280	794,571
增长					
总收入 (%)	-59.3%	-2.7%	64.0%	12.7%	4.1%
EBITDA (%)	208.6%	93.3%	714.6%	31.9%	12.3%

## 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	6,488,815	7,277,830	8,095,598
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	336,641	450,127	368,673
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	204,790,922	205,693,423	206,429,737
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	208,262,912	209,129,128	209,861,468
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	3,100,305	3,966,521	4,698,861
股东权益	5,454,557	6,281,649	7,561,608	8,427,824	9,160,164
每股账面值(摊薄)	25	25	28	32	34
营运资产	5,632,922	5,752,400	7,076,791	7,979,292	8,715,606

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
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	-84.85%	-5.20%	34.31%	34.12%	37.03%
EBITDA 利率 (%)	-100.77%	-6.96%	26.10%	15.78%	13.29%
净利率 (%)	-82.18%	3.05%	25.11%	15.08%	12.25%
<b>营运表现</b>					
交易/收入 (%)	-19.7%	-13.5%	-12.0%	-12.0%	-12.0%
研发/收入 (%)	-72.8%	-42.6%	-24.0%	-23.1%	-22.1%
销售/收入 (%)	-16.0%	-10.7%	-9.6%	-10.6%	-9.6%
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
<b>财务状况</b>					
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	0.67	0.68	0.65
经营性现金流/收入	-0.50	0.30	0.31	0.15	0.15

## 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
<b>净利润</b>	-2,624,949	94,871	1,279,959	866,216	732,340
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	307,264	-17,201	145,429
营运现金流	-1,585,419	922,951	1,587,223	849,015	877,768
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	1,527,223	789,015	817,768
期初持有现金	17,680,662	9,429,646	9,555,429	11,082,652	11,871,667
汇兑变化	-163,257	8,772	0	0	0
期末持有现金	9,429,646	9,555,429	11,082,652	11,871,667	12,689,435

## 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。