

2025 年 3 月 20 日

高增长驱动业绩超预期，监管与市场波动仍是关键挑战

- **关键点：**受益于美国大选后加密资产价格飙升，Coinbase 在 2024 年第四季度展现出强劲的业绩增长，总收入达到 22.72 亿美元，超出市场预期 22%，主要得益于交易量的大幅提升和稳定的费率表现。季度总交易量环比增长 137%，其中零售交易量增长 176%，机构交易量减少 128%，非 BTC/ETH 资产交易量增长 245%，成为市场份额扩大的关键驱动力。尽管交易量激增，零售费率为 1.51% 左右，打破历史“量与费率负相关”的规律，机构费率则小幅提升至 0.04%，反映其托管、质押等服务的持续渗透。调整后 EBITDA 达 12.89 亿美元，利润率攀升至 56.82%，每股收益（EPS）为 4.67 美元，同比大幅增长 144%，凸显公司在成本控制与运营效率上的优化。订阅与服务收入同比增长 15% 至 6.41 亿美元，主要受 Coinbase One 订阅用户增长及区块链奖励收入驱动。
- **2025 年 q1 指引：**管理层给出了 25q1 的指引，订阅及服务收入预计在 6.85-7.65 亿美元之间，T&D 以及 G&A 的费用预计在 7.50-8.00 亿美元之间；S&M 的费用预计在 2.35-3.75 亿美元至今。25q1SBC 的指引为 2.05 亿美元，其中包括 1.90 亿美元 T&D/G&A 的费用以及 0.16 亿美元 S&M 的费用；交易收入的占比与 24q4 持平，大约在 15%。另外，管理层表示今年截至 2 月 11 日，公司已产生约 7.50 亿美元的交易收入。
- **目标价 245.00 美元，维持买入评级：**Coinbase 的收入高度依赖加密货币价格波动，若市场大幅回调可能导致交易量与费率双重承压。行业竞争加剧（如 Robinhood、币安等平台费率压缩）及美国监管不确定性（如 SEC 对质押服务的审查）仍是潜在风险。投资者需权衡短期市场波动风险与长期生态价值，重点关注新产品落地、监管政策变化及加密资产价格趋势。考虑到近日加密货币市场低迷，我们下调目标价至 245.00 美元/股，对应 7.5xPS，比前日收盘价高出 29.12%，维持买入评级。
- **风险因素：**市场风险方面，收入高度依赖加密货币价格波动；竞争与费用率方面，行业竞争加剧可能导致费率压缩；监管方面，美国对加密货币交易所的审查可能影响业务。

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 189.75 美元

目标价 245.00 美元

(+29.12%)

股票代码 COIN.0

已发行股本2.54 亿股

总市值 481.74 亿美元

52 周高/低 349.75 美元/146.12 美元

每股净资产40.52 美元

主要股东 Brian Armstrong (13.68%)

THE VANGUARD GROUP Inc.
(7.26%)

Blackrock, Inc. (4.81%)

FMR LLC (2.86%)

表：盈利摘要

Fiscal year ending Dec. 31st	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue (in \$thou.)	3,108,383	6,564,028	8,079,005	8,286,254	8,779,642
yoy growth	-2.69%	111.17%	23.08%	2.57%	5.95%
Net Income (in \$thou.)	94,871	2,579,066	1,426,766	1,575,816	1,664,905
yoy growth	103.61%	2618.50%	-44.68%	10.45%	5.65%
EPS(Adjusted)	0.37	9.48	8.05	7.58	8.97
yoy growth	103.13%	2462.16%	-15.08%	-5.84%	18.34%
P/S 189.75 USD	15.5	7.3	6.0	5.8	5.5

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



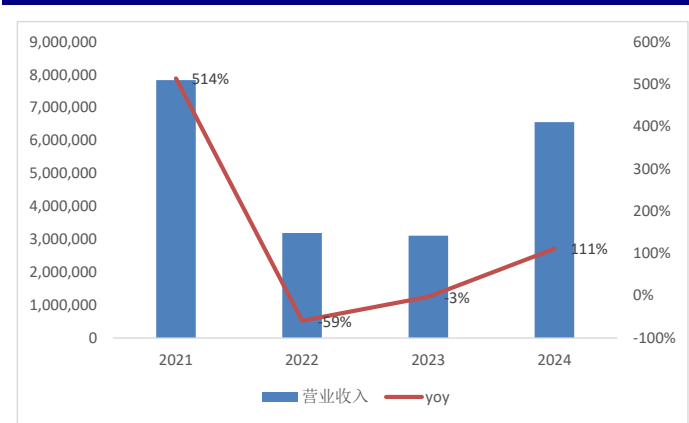
资料来源: 彭博

关键点

收入与利润大幅超预期，成本控制成效显著

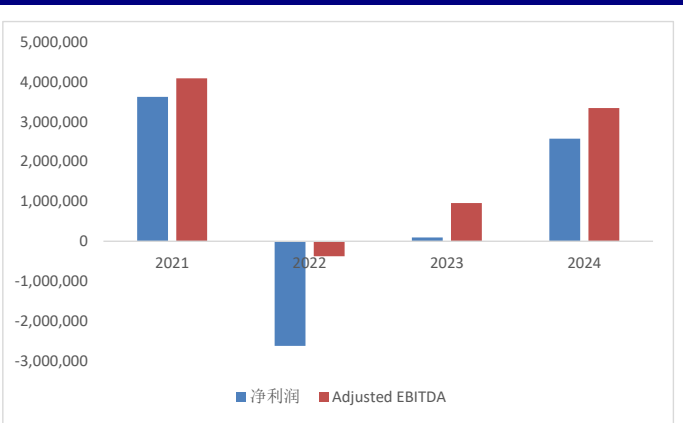
受益于美国大选后加密资产价格飙升，Coinbase 在 2024 年第四季度展现出强劲的业绩增长，总收入达到 22.72 亿美元，超出市场预期 22%，主要得益于交易量的大幅提升和稳定的费率表现。季度总交易量环比增长 137%，其中零售交易量增长 176%，机构交易量减少 128%，非 BTC/ETH 资产交易量增长 245%，成为市场份额扩大的关键驱动力。尽管交易量激增，零售费率为 1.51% 左右，打破历史“量与费率负相关”的规律，机构费率则小幅提升至 0.04%，反映其托管、质押等服务的持续渗透。调整后 EBITDA 达 12.89 亿美元，利润率攀升至 56.82%，每股收益（EPS）为 4.67 美元，同比大幅增长 144%，凸显公司在成本控制与运营效率上的优化。订阅与服务收入同比增长 15% 至 6.41 亿美元，主要受 Coinbase One 订阅用户增长及区块链奖励收入驱动。

图表 1:2021~2024 营业收入（千美元）及增速（%）



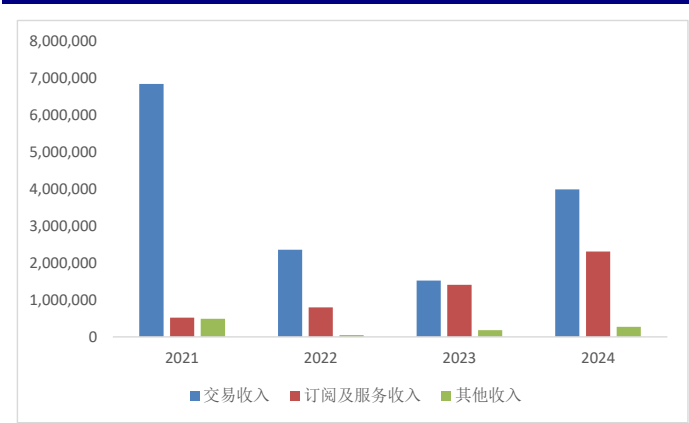
资料来源：公司资料，第一上海

图表 2: 2021~2024 净利润（千美元）及经调整后的 EBITDA（千美元）



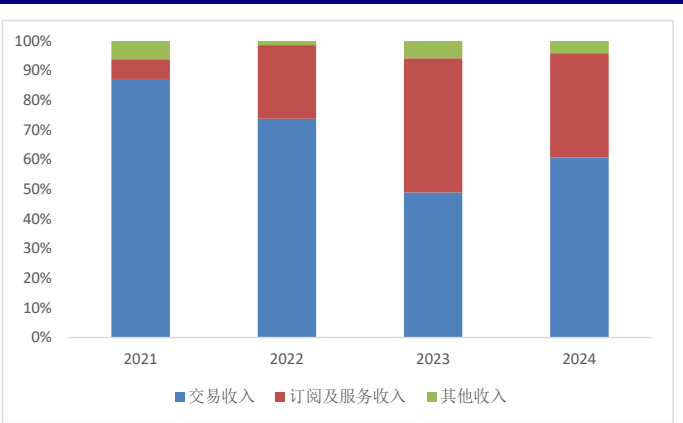
资料来源：公司资料，第一上海

图表 3:2021~2024 总收入按业务分类（千美元）



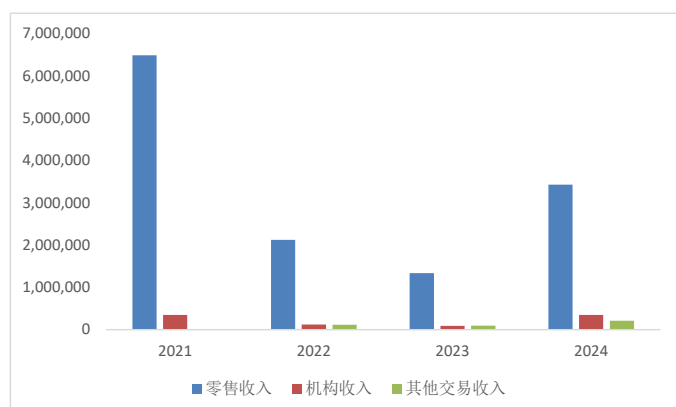
资料来源：公司资料，第一上海

图表 4:2021~2024 总收入结构



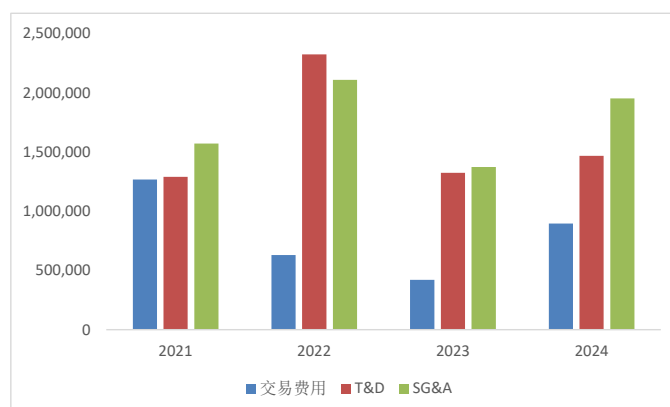
资料来源：公司资料，第一上海

图表 5: 2021~2024 交易收入按客户类别 (千美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 6: 2021~2024 运营费用 (千美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

未来展望与策略

2025 年 q1 指引

管理层给出了 25q1 的指引, 订阅及服务收入预计在 6.85-7.65 亿美元之间, T&D 以及 G&A 的费用预计在 7.50-8.00 亿美元之间; S&M 的费用预计在 2.35-3.75 亿美元至今。25q1SBC 的指引为 2.05 亿美元, 其中包括 1.90 亿美元 T&D/G&A 的费用以及 0.16 亿美元 S&M 的费用; 交易收入的占比与 24q4 持平, 大约在 15%。另外, 管理层表示今年截至 2 月 11 日, 公司已产生约 7.50 亿美元的交易收入。

盈利预测与估值

目标价 245.00 美元, 维持买入评级

Coinbase 的收入高度依赖加密货币价格波动, 若市场大幅回调可能导致交易量与费率双重承压。行业竞争加剧 (如 Robinhood、币安等平台费率压缩) 及美国监管不确定性 (如 SEC 对质押服务的审查) 仍是潜在风险。投资者需权衡短期市场波动风险与长期生态价值, 重点关注新产品落地、监管政策变化及加密资产价格趋势。考虑到近日加密货币市场低迷, 我们下调目标价至 245.00 美元/股, 对应 7.5xPS, 比前日收盘价高出 29.12%, 维持买入评级。

风险因素

市场风险: 收入高度依赖加密货币价格波动。

竞争与费率压力: 行业竞争加剧可能导致费率压缩。

监管不确定性: 美国对加密货币交易所的审查可能影响业务。

主要财务报表

Income Statement					
<in \$ thousands>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	3,108,383	6,564,028	8,079,005	8,286,254	8,779,642
Transaction expense	420,705	897,707	1,254,000	1,224,352	1,279,563
Technology and development	1,324,541	1,468,252	1,618,422	1,715,478	1,746,532
Sales and marketing	332,312	654,444	1,066,232	1,019,854	1,036,751
General and administrative	1,192,487	1,236,465	1,514,623	1,567,854	1,532,854
Operating (loss) income	-161,662	2,307,160	2,625,728	2,758,716	3,183,942
Financial expenses	-84,817	51,571	215,375	96,666	106,205
(Loss) income before income taxes	-76,845	2,942,644	2,603,457	2,671,894	3,133,467
Benefit from income taxes	-171,716	363,578	522,346	551,642	684,579
Net income (loss)	94,871	2,579,066	1,426,766	1,575,816	1,664,905
Non-controlling interest	120	-12,182	-660,768	-543,940	-783,718
Net income (loss) attributable to common	94,751	2,591,248	2,087,534	2,119,756	2,448,623
Depreciation and amortization	139,642	127,518	125,795	127,452	118,765
Adjusted EBITDA	963,700	3,347,500	3,579,862	3,946,875	4,764,586
Growth					
Total revenue (%)	-2.7%	111.2%	23.1%	2.6%	6.0%
Adjusted EBITDA Margin (%)	31.5%	51.0%	44.5%	47.2%	48.9%

Balance Sheet					
<in \$ thousands>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Cash	5,139,351	8,543,903	11,393,578	14,110,536	16,545,895
Customer escrow cash	4,570,845	6,158,949	6,161,587	6,678,956	7,437,562
Customer crypto assets	195,381,557	828,787	828,787	828,787	828,787
USDC	576,028	1,241,808	1,246,959	1,253,264	1,241,808
Accounts receivable	361,789	740,625	648,652	689,642	650,789
Other current assets	212,563	1,306,100	1,499,856	1,519,245	1,693,875
Total current assets	203,585,862	18,112,765	21,211,658	24,336,648	27,640,326
Crypto assets held	330,610	1,552,995	1,552,995	1,552,995	1,552,995
Fixed assets	192,550	200,080	142,375	103,906	65,436
Intangible assets	86,400	46,856	50,376	48,596	46,893
Other non-current assets	19,172,354	4,631,684	4,493,826	4,518,726	4,978,856
Total assets	203,982,956	22,541,951	26,331,778	27,907,595	29,572,500
Customer custody funds	4,570,845	6,158,949	6,161,056	6,679,846	7,435,598
Customer crypto assets	0	0	0	0	0
Accounts payable	456,889	626,820	626,820	626,820	626,820
Other short-term liabilities	457,345	1,155,551	1,153,444	634,654	-121,098
Total short-term liabilities	5,485,079	7,941,320	7,941,320	7,941,320	7,941,320
Long-term debt	2,979,957	4,234,081	4,234,081	4,234,081	4,234,081
Other liabilities	192,236,526	89,715	94,205	257,095	1,191,345
Total liabilities	200,701,562	12,265,116	12,269,606	12,432,496	13,366,746
Retained earnings	1,820,346	4,960,901	6,387,667	7,963,484	9,628,389
Shareholders' equity	6,281,649	10,276,842	11,703,608	13,279,425	14,944,330
Book value per share (diluted)	26	40	47	57	64
Operating assets	198,100,783	10,171,445	13,270,338	16,395,328	19,699,006

Financial Analysis					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Profitability					
Operating profit margin (%)	-5.20%	35.15%	32.50%	33.29%	36.27%
Adjusted EBITDA Margin (%)	31.45%	51.00%	44.31%	47.63%	54.27%
Gross profit margin (%)	3.05%	39.29%	17.66%	19.02%	18.96%
Operating performance					
Transaction expense (%)	-13.5%	-13.7%	-15.5%	-14.8%	-14.6%
Technology and development (%)	-42.6%	-22.4%	-20.0%	-20.7%	-19.9%
Sales and marketing (%)	-10.7%	-10.0%	-13.2%	-12.3%	-11.8%
Effective tax rate (%)	223.5%	12.4%	20.1%	20.6%	21.8%
Accounts receivable days	21.4	10.9	10.9	10.9	10.9
Financial States					
Total Liabilities/Total Assets	0.98	0.54	0.47	0.45	0.45
Income/Net Assets	0.49	0.64	0.69	0.62	0.59
Operating cash flow/Revenue	0.30	0.39	0.36	0.37	0.34

Cash Flow Statement					
<in \$ thousands>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net income (loss)	94,871	2,579,066	2,080,653	2,091,553	2,031,567
Equity incentives	780,668	912,838	0	0	0
Deferred taxes	-216,334	151,315	0	0	0
Crypto assets cou	-460,878	0	0	0	0
Crypto assets paid fi	298,255	0	0	0	0
Crypto assets realiz	-145,594	0	0	0	0
USDC	254,571	0	0	0	0
Other operating activ	317,392	-1,086,375	833,382	972,905	915,218
Operating cash flow	922,951	2,556,844	2,914,035	3,064,458	2,946,785
Software developmer	-63,202	0	0	0	0
Changes in crypto	-430,847	183,958	0	0	0
Other investing activ	499,441	-466,343	-113,056	-121,432	-123,745
Investing cash flow	5,392	-282,385	-113,056	-121,432	-123,745
Long-term debt	-303,533	0	0	0	0
Changes in short-ter	-20,482	0	0	0	0
Customer escrow ca	-274,822	1,638,087	0	0	0
Bond issuance	0	1,246,025	0	0	0
Other financing activ	-212,495	-55,191	1,035,678	-493,856	254,752
Financing cash flow	-811,332	2,828,921	1,035,678	-493,856	254,752
Cash changes	117,011	5,103,380	3,836,657	2,449,170	3,077,792
Cash held at the beginning of the period	9,429,646	9,555,429	14,610,442	16,230,244	17,710,580
Currency changes	8,772	-48,367	0	0	0
Cash held at the end of the period	9,555,429	14,610,442	16,230,244	17,710,580	19,536,254

资料来源：公司资料，第一上海预测

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。