

买入

2025 年 5 月 27 日

多元化收入结构及长期愿景为持续增长提供支撑

- **25q1 财报回顾:** Coinbase 在 25q1 的业绩稳健, 其中总营收为 20.34 亿美元, 主要受交易收入下滑影响。尽管交易收入有所下降, 但订阅与服务收入创历史新高, 达到 6.98 亿美元, 这一增长主要由稳定币 USDC 收入驱动。
- **收购 Deribit:** Coinbase 以 29 亿美元收购 Deribit 将有助于填补其在衍生品交易市场的产品线空白, 并快速获取市场份额。
- **关键战略举措与业务进展:** Coinbase 在稳定币 USDC 方面的显著增长, 其市值在 25q1 创历史新高, 达到 600 亿美元。Coinbase 平台的 USDC 余额也显著增加, 达到 120 亿美元。公司还推出了链上借贷产品和 B2B 支付试点, 并通过收购增强 Base 链的功能。
- **监管与政策进展:** 监管方面, 美国法院驳回了 SEC 对 Coinbase 的诉讼, 五个州解除了质押业务限制, 这推动了 Coinbase 逐步恢复美国市场的质押服务。此外, 美国国会两党支持稳定币和加密市场结构的立法, CFTC 批准了 BTC/ETH 期货的 24/7 交易, 为行业的发展提供了更为明朗的监管环境。
- **25q2 指引:** 宏观不确定性或导致交易市场疲软, 预计订阅与服务收入降至 6.00-6.80 亿美元 (受 ETH 和 SOL 价格下跌影响); 预计稳定币收入将会增长。
- **从边缘到主流的转折点:** Coinbase 成为首家被纳入标普 500 的加密公司, 权重占比 0.1%, 被动资金流入或改善股票流动性。
- **目标价 305.00 美元, 维持买入评级:** 我们对 Coinbase 的长期增长潜力持乐观态度, 认为其增长驱动力包括被纳入标普 500 指数带来的资金红利、美国政策支持下的市场扩张以及非交易业务的多元化发展。Coinbase 纳入标普 500 不仅是企业层面的胜利, 更是加密货币融入传统金融体系的里程碑。短期来看, 资金流入和情绪提振将推动行业热度; 长期则需关注监管落地、市场稳定性及竞争格局演变。尽管面临市场竞争和监管不确定性等风险, 我们仍维持对 Coinbase 的买入评级, 并上调目标价至 305.00 美元, 对应 10.9x PS, 比前日收盘价高出 15.90%。
- **风险因素:** 监管不确定性: 全球政策变动可能限制业务扩展; 行业竞争加剧: Binance 等对手以更低手续费抢占市场, 零佣金趋势威胁收入模型; 系统性风险: 黑客攻击 (如 25q1 用户数据泄露) 和宏观经济衰退可能引发信任危机。

金煊

852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业 金融服务

股价 263.16 美元

目标价 305.00 美元
(+15.90%)

股票代码 COIN.O

已发行股本2.55 亿股

总市值 670.28 亿美元

52 周高/低 349.75 美元/142.58 美元

每股账面价41.12 美元
值

主要股东 Brian Armstrong (10.59%)
THE VANGUARD GROUP Inc.
(7.58%)
Frederick Ehrsam (5.91%)
Blackrock, Inc. (4.82%)
State Street (2.86%)

表: 盈利摘要

Fiscal year ending Dec. 31st (in \$M)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	3,109	6,564	7,106	7,915	8,255
yoy growth	-2.69%	111.16%	8.26%	11.38%	4.30%
Net Income	95	2,579	1,369	1,952	2,025
yoy growth	103.61%	2618.81%	-46.92%	42.58%	3.73%
EPS(Adjusted)	0.37	9.48	4.92	7.09	7.36
yoy growth	103.13%	2462.16%	-48.13%	44.17%	3.78%
P/S 263.16 USD	21.5	10.2	9.4	8.4	8.1

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



资料来源: 彭博

25q1 财务表现回顾

业绩稳健，稳定币与链上生态增长显著

核心财务表现

收入与利润

- 1) 总营收：20.34 亿美元（qoq-10.45%，yoy+24.23%），主要受交易收入下滑影响。
- 2) 交易收入：12.62 亿美元（qoq-18.88%，yoy+17.23%），零售交易量环比下降 17.02%，机构交易量环比下降 8.70%（部分因衍生品交易激励增加导致收入抵消）。
- 3) 订阅与服务收入：创历史新高，达 6.98 亿美元（qoq+8.89%），主要由稳定币 USDC 收入驱动（qoq-32.51%，yoy+50.80%至 2.98 亿美元）。
- 4) 调整后 EBITDA：9.30 亿美元；调整后净收入（首次引入）：5.27 亿美元。
- 5) 兼并收购：29 亿美元收购 Deribit（7 亿美元现金+1100 万股股票）。

费用与支出

- 1) 运营总费用 13.28 亿美元（qoq+7.35%），主要因市场做市活动增加和加密资产运营亏损。
- 2) 可变成本灵活管理：技术研发及行政费用（如基础设施、客服外包）和营销支出可根据市场波动动态调整，25q2 预计分别为 7.00-7.50 亿美元和 2.15-3.15 亿美元。

25q2 展望

宏观不确定性或导致交易市场疲软，预计订阅与服务收入降至 6.00-6.80 亿美元（受 ETH 和 SOL 价格下跌影响）；预计稳定币收入将会增长。

核心业务强化

交易平台扩展

- 1) 现货与衍生品交易市占率提升，25q1 衍生品交易量超 8000 亿美元（全年目标持平）。
- 2) Deribit 收购进展：交易金额 29 亿美元（现金+股权），预计 2025 年完成收购，2026 年启动整合。美国市场需重新构建合规期权产品，短期内无法直接引入现有 Deribit 服务。

稳定币 USDC

- 1) 市值在 25q1 创历史新高（600 亿美元），Coinbase 平台 USDC 余额达 120 亿美元（qoq+49.00%）。
- 2) 合作模式：与 Binance 等链外平台分享 50%收益，通过扩大 USDC 应用场景（如国际衍生品交易对）提升网络效应。

新兴产品与创新

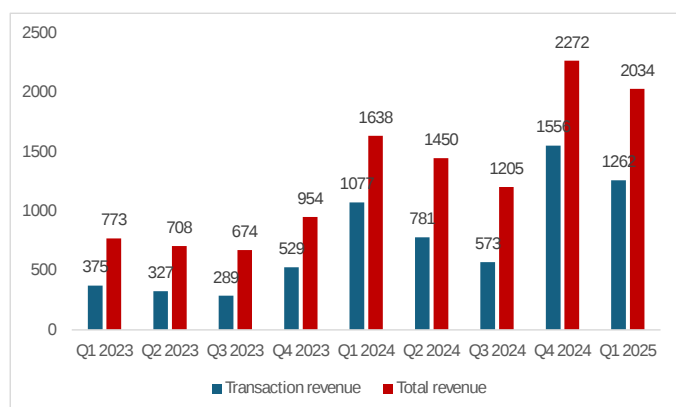
- 1) 链上借贷：比特币抵押 USDC 借款产品规模达 1.6 亿美元，通过 Base 链手续费及 USDC 分润间接盈利（无直接信用风险）。
- 2) B2B 支付试点：基于自有基础设施开发，25q2 启动企业客户接入，盈利依赖 USDC 链上沉淀及生态收入。
- 3) 开发者生态：通过收购 Spindl（链上广告平台）和 Iron Fish（隐私交易协议）增强 Base 链功能，探索早期创新产品。

监管与政策进展

- 1) 美国法院驳回 SEC 诉讼，五个州解除质押业务限制，推动 Coinbase 逐步恢复美国市场质押服务。
- 2) 推动两党支持稳定币及加密市场结构立法，CFTC 批准 BTC/ETH 期货 24/7 交易，为永续合约铺路。

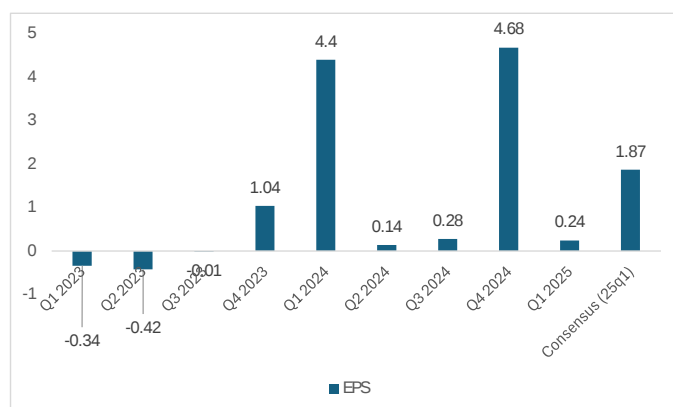
国会两党支持稳定币及市场结构立法，行业监管环境趋明朗

图表 1: 23q1-25q1 交易收入和总收入 (\$M)



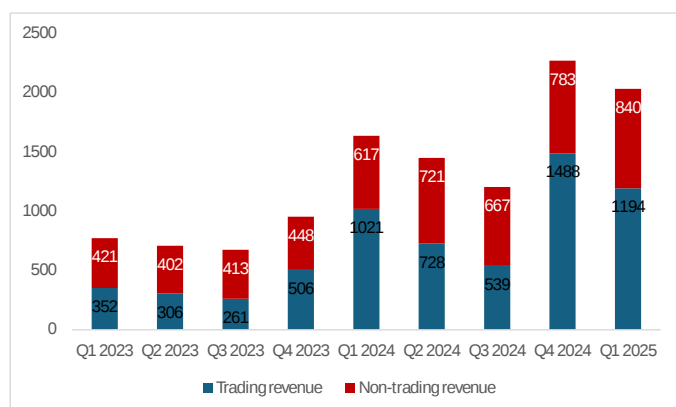
资料来源：公司资料，第一上海

图表 2: 23q1-25q1 每股收益 (\$)



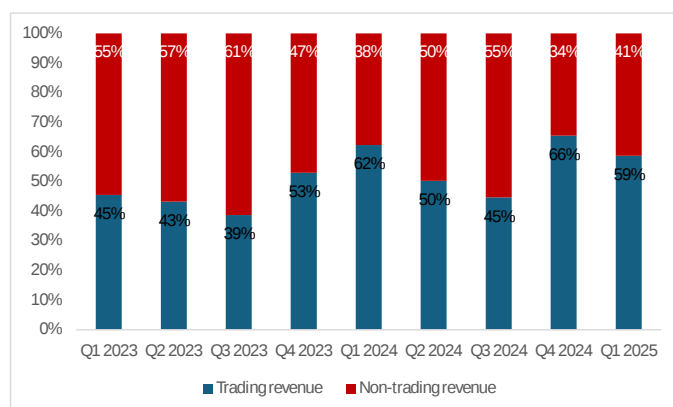
资料来源：公司资料，第一上海

图表 3: 23q1-25q1 交易收入和非交易收入 (\$M)



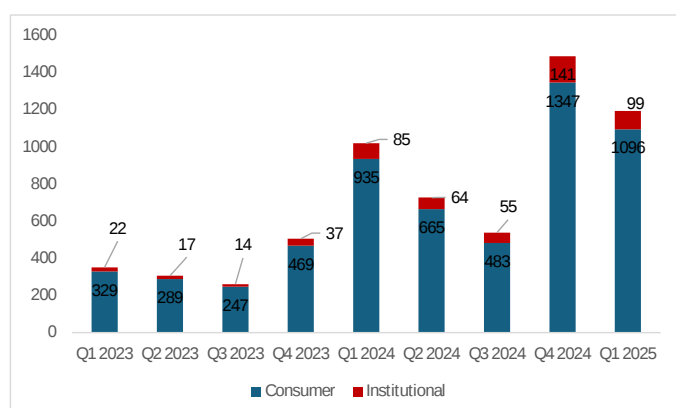
资料来源：公司资料，第一上海

图表 4: 23q1-25q1 交易收入和非交易收入占比



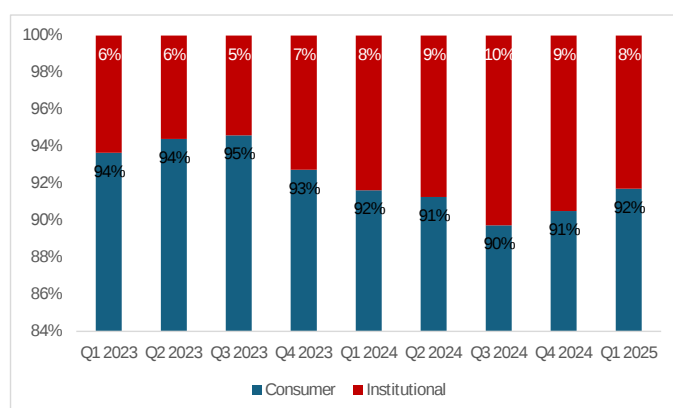
资料来源：公司资料，第一上海

图表 5: 23q1-25q1 交易收入按客户类别 (\$M)



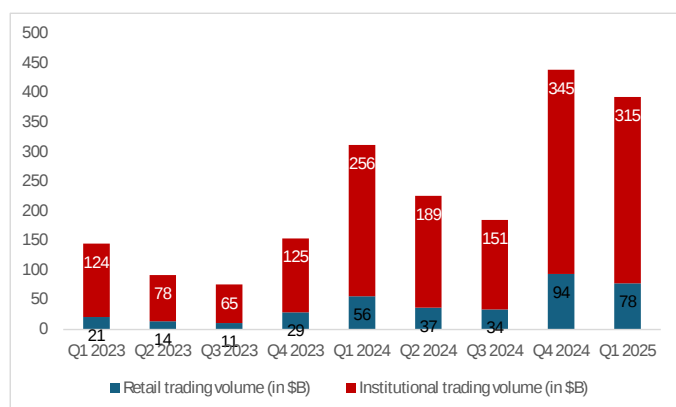
资料来源：公司资料，第一上海

图表 6: 23q1-25q1 交易收入按客户类别占比



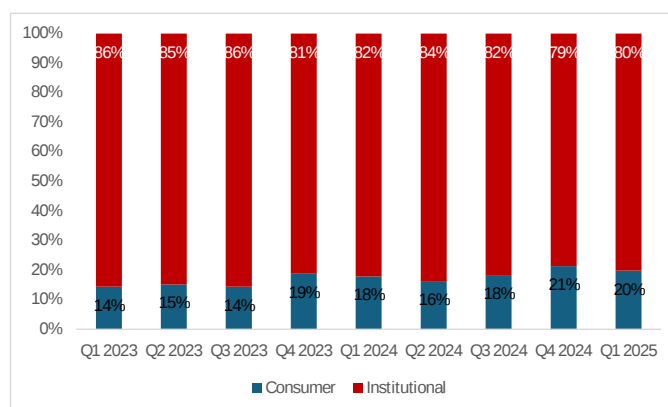
资料来源：公司资料，第一上海

图表 7: 23q1-25q1 交易量按客户类别 (\$B)



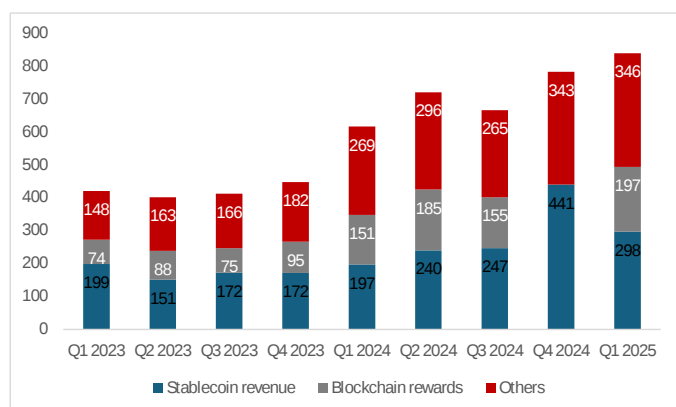
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 8: 23q1-25q1 交易量按客户类别占比



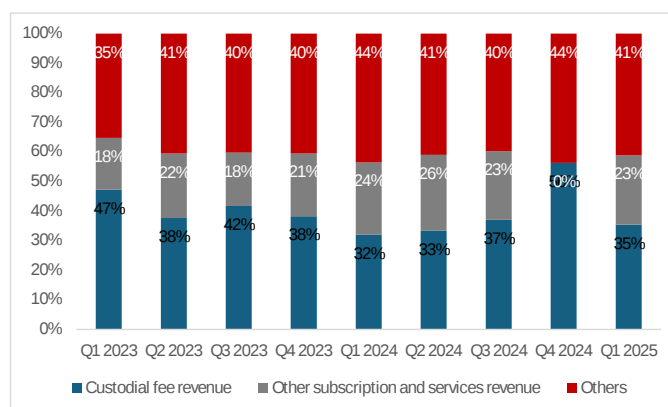
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 9: 23q1-25q1 非交易收入按客户类别 (\$M)



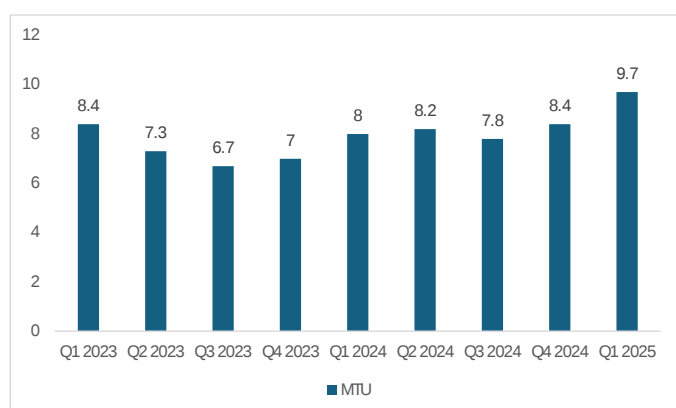
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 10: 23q1-25q1 非交易收入按类别占比



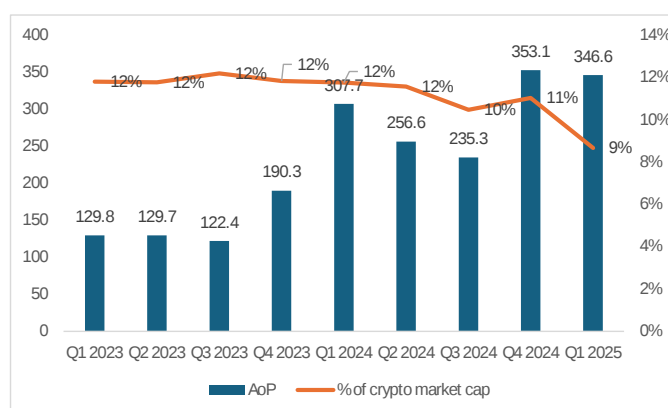
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 11: 23q1-25q1 每月交易用户 (\$M)

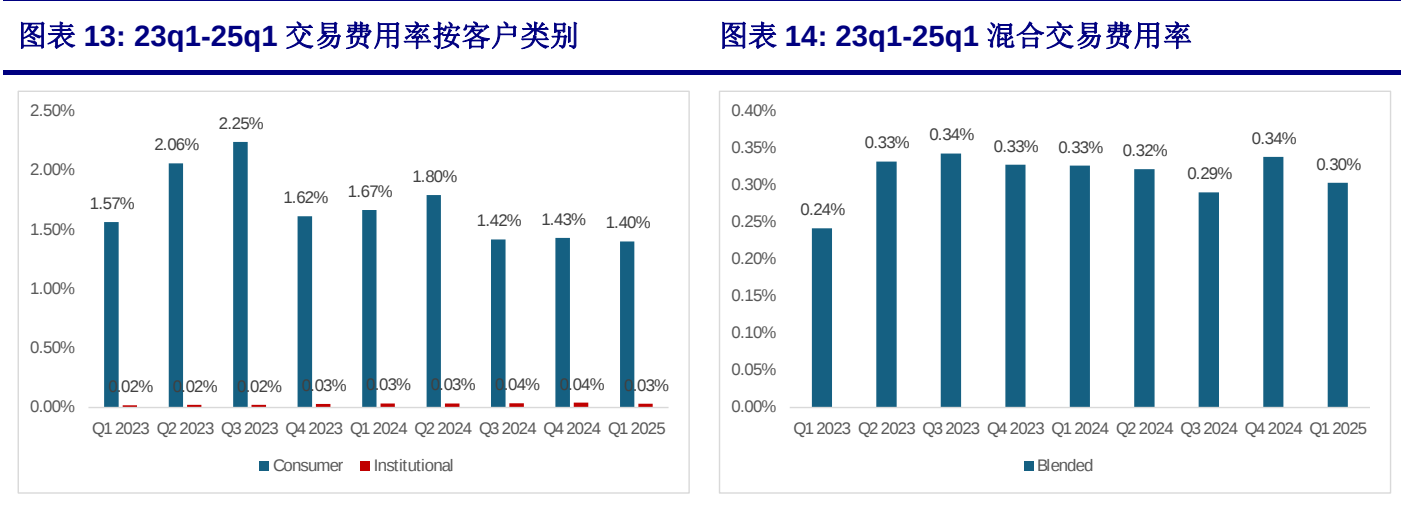


资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 12: 23q1-25q1 平台资产 (\$B)

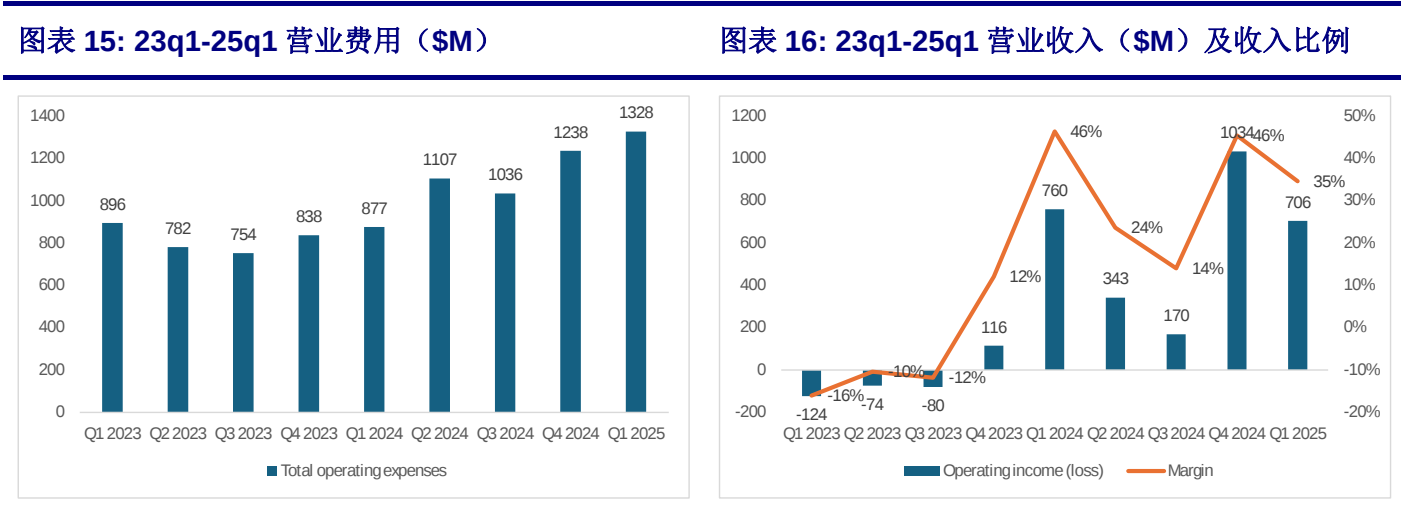


资料来源: 公司资料, 第一上海



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

为何要收购 Deribit？

填补产品线空白，快速获取市场份额

Coinbase 以现货交易为主，而 Deribit 在期权市场占据绝对优势（BTC 期权市占率 87%、ETH 期权 94%），收购后可整合现货、期货、永续合约和期权，形成一站式交易平台。另外，Deribit 年交易量达 1.2 万亿美元，未平仓合约超 300 亿美元，收购后 Coinbase 可直接获得其在非美市场的衍生品主导权，与 Binance、Kraken 等对手竞争。

应对合规与增长瓶颈

Deribit 因监管压力多次迁移总部（荷兰→巴拿马→迪拜），且退出俄罗斯市场，需借助 Coinbase 的合规能力（如美国 CFTC 牌照）拓展全球市场。Coinbase 作为美国上市交易所，可为 Deribit 提供合规框架，尤其在美国政策转向加密友好（特朗普政府推动比特币战略储备）的背景下，加速衍生品业务合法化。

战略协同

Deribit 用户覆盖 160 个国家，且持有迪拜 VARA 牌照，可助力 Coinbase 拓展中东、亚洲等新兴市场。公司计划 2026 年初完成系统整合，最终提供统一交易界面，降低用户跨产品交易成本，增强粘性。

盈利预测与估值

目标价 305.00 美元，维持买入评级

Coinbase 被纳入标普 500 指数，成为首个且唯一进入该指数的加密公司，象征加密行业地位提升。美国政策支持加密行业，Coinbase 占据美国市场 66% 份额，是主要受益者。尽管面临 Binance、Robinhood 等竞争，Coinbase 通过“本土化优势”巩固地位。

我们对 Coinbase 的长期增长潜力持乐观态度，其增长驱动力包括标普 500 纳入带来的资金红利、美国政策支持下的市场扩张，以及非交易业务的多元化发展。因此，上调目标价至 305.00 美元/股，对应 10.9xPS，比前一个收盘价高出 15.90%，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 \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	3,109	6,564	7,106	7,915	8,255
Transaction expense	421	898	900	1,154	1,039
Technology and development	1,325	1,468	1,521	1,582	1,614
Sales and marketing	332	654	669	837	962
General and administrative	1,074	1,300	1,529	1,712	1,918
Operating (loss) income	-162	2,307	2,373	2,516	2,608
Total operating expenses	3,270	4,257	4,733	5,399	5,647
(Loss) income before income taxes	-77	2,943	1,723	2,463	2,555
Benefit from income taxes	-172	364	354	511	531
Net income (loss)	95	2,579	1,369	1,952	2,025
Comprehensive income (loss)	103	2,559	1,401	1,984	2,057
Depreciation and amortization	140	128	133	133	133
Interest expense	83	81	82	82	82
Adjusted EBITDA	978	3,348	2,887	3,627	3,719
Growth					
Total revenue (%)	-2.7%	111.2%	8.3%	11.4%	4.3%
Adjusted EBITDA Margin (%)	31.5%	51.0%	40.6%	45.8%	45.1%

Balance Sheet					
<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Cash and cash equivalents	5,139	8,544	10,010	12,017	14,114
Customer custodial funds	4,571	6,159	8,011	8,774	8,618
Customer crypto assets	192,583	0	0	0	0
Loan receivables	193	475	475	475	475
Accounts receivable, net	168	265	340	457	557
Other current assets	213	278	278	278	278
Total current assets	203,586	18,113	21,334	24,049	25,918
Crypto assets held for investment	331	1,553	1,553	1,553	1,553
Property and equipment, net	0	200	200	200	200
Intangible assets, net	0	47	47	47	47
Other non-current assets	655	548	548	548	548
Total assets	206,983	22,542	25,763	28,479	30,347
Custodial funds due to customers	4,571	6,159	8,011	8,774	8,618
Customer crypto liabilities	192,583	0	0	0	0
Accounts payable	39	63	63	63	63
Other current liabilities	0	0	0	0	0
Total current liabilities	197,714	7,941	9,793	10,557	10,401
Long-term debt	2,980	4,234	4,234	4,234	4,234
Lease liabilities non-current & other	7	90	90	90	90
Total liabilities	200,701	12,265	14,117	14,881	14,725
Retained earnings	1,820	4,961	6,330	8,282	10,307
Total shareholders' equity	6,282	10,277	11,646	13,598	15,623
Total liabilities and stockholders' equity	206,983	22,542	25,763	28,479	30,347
Operating assets	5,872	10,171	11,540	13,492	15,517

Financial Analysis					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Profitability					
Operating profit margin (%)	-5.2%	35.1%	33.4%	31.8%	31.6%
Adjusted EBITDA Margin (%)	31.5%	51.0%	40.6%	45.8%	45.1%
Net profit margin (%)	3.1%	39.3%	19.3%	24.7%	24.5%
Operating performance					
Transaction expense (%)	13.5%	13.7%	12.7%	14.6%	12.6%
Technology and development (%)	42.6%	22.4%	21.4%	20.0%	19.5%
Sales and marketing (%)	10.7%	10.0%	9.4%	10.6%	11.7%
Effective tax rate (%)	223.4%	12.4%	20.5%	20.8%	20.8%
Financial Status					
Total Liabilities/Total Assets	0.97	0.54	0.55	0.52	0.49
Income/Net Assets	0.49	0.64	0.61	0.58	0.53
Operating cash flow/Revenue	0.30	0.39	0.33	0.36	0.36

Cash Flow Statement					
<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net income (loss)	95	2,579	1,369	1,952	2,025
SBC	865	913	913	913	913
Deferred taxes	-216	151	0	0	0
Realized (gain) loss on crypto assets	-146	-759	0	0	0
Crypto assets received as revenue	-461	0	0	0	0
Crypto asset payments for expenses	298	0	0	0	0
USDC	255	-450	0	0	0
Other operating activities	233	122	58	17	33
Operating cash flow	923	2,557	2,340	2,882	2,971
Capitalized internal-use software developr	-63	0	0	0	0
Changes in crypto assets held	141	-0	0	0	0
Other investing activities	-72	-282	0	0	0
Investing cash flow	5	-283	0	0	0
Issuance of common stock upon exercise of stock options	48	2,226	-913	-913	-913
Cash paid to repurchase equity awards	-556	602	0	0	0
Debt issuance/repayment	-304	0	0	0	0
Financing cash flow	-811	2,829	-913	-913	-913
Cash changes	117	5,103	1,427	1,969	2,058
Cash held at the beginning of the period	9,430	9,555	14,611	16,039	18,008
Currency changes	9	-48	0	0	0
Cash held at the end of the period	9,555	14,611	16,039	18,008	20,066

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。