

CIRCLE INTERNET (CRCL.N)

合规及先发优势明显，稳定币发展空间广阔

优于大市

核心观点

Circle 打造合规稳定币，实现金融领域突破。 Circle 公司成立于 2013 年，于 2018 年推出了稳定币 USDC（美元计价），已经成为全球最大的受监管稳定币；2022 年 6 月，公司利用相同的基础设施推出了 EURC（欧元计价）。目前 Circle 的稳定币服务已经支持超过 185 个国家/地区的国际电汇和国内银行转账，超过 1000 个全球合作伙伴，55 个全球许可证，链上交易超过 26 万亿美元。25 年一季度 USDC 流通量达到 600 亿美元，市场排名第二。

稳定币市场快速增长，USDT 和 USDC 先发优势明显。 稳定币与法币 1:1 挂钩，实现了现实世界价值和数字货币世界价值的链接，2025 年稳定币总市值突破 2500 亿美元。目前 USDT 和 USDC 两大稳定币已稳居加密货币市值前十，其余稳定币份额均规模较小，已很难对前两年构成威胁。当前，美国参议院通过稳定币《天才法案》，下一步仍需要众议院通过，并由总统签署才能生效。美国财政部长贝森特对该法案力挺，其预计稳定币市场预计到 2030 年将增长至 3.7 万亿美元。稳定币发行方商业模式优越，其将发行稳定币换回的法币资金，投入在各类储备资产中，以获取利息收入。

Circle 主打合规，稳定币份额持续提升。 近三年 Circle 通过发行稳定币的储备收入占比在 95-99% 之间，约 85% 的 USDC 储备在 Circle 储备基金中持有，投资组合包含短期美国国债、隔夜美国国债回购协议和现金，托管于纽约梅隆银行，并由贝莱德管理。USDC 份额从 23 年开始持续提升，25Q1 份额提升至 29%；截止 25 年 7 月，USDC 流通量已接近 618 亿美元。Circle 收入主要和发行规模和储备回报率相关，其中与 Coinbase 等合作伙伴的分成，是公司主要成本。除了加密货币市场回暖因素之外，原法币高通胀、跨境贸易业在推动稳定币的渗透。根据 Circle 统计，持有 10 美元 USDC 的钱包，自 2023 年初以来数量接近翻倍，2025 年 Q1 数量达到了 488 万个。在多类需求推动下，合规优势帮助 Circle 用户快速增长。

风险提示： 稳定币竞争加剧；相关政策法案落地不及预期；稳定币应用较少。

投资建议： 首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计 Circle 公司 2025-2027 年收入为 23.15/30.85/40.58 亿美元，对应当前 PS 分别为 18/13/10 倍。考虑到 Circle 目前具备极强的合规稀缺性和先发优势，且未来稳定币可发展空间巨大，给予公司今年 21-23 倍 PS 估值，预计合理市值为 486-532 亿美元，预计股价估值区间为 220-241 美元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	1,450	1,676	2,315	3,085	4,058
(+/-%)	—	15.6%	38.1%	33.3%	31.6%
净利润(百万美元)	268	156	279	464	702
(+/-%)	—	-41.8%	79.5%	66.1%	51.1%
摊薄每股收益(美元)	1.21	0.71	1.27	2.11	3.18
总资产收益率	—	0.43%	0.49%	0.57%	0.62%
净资产收益率	—	9.8%	13.5%	17.5%	21.7%
市盈率(PE)	156	267	149	90	59
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
市净率(PB)	123	73	32	24	17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·计算机设备

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏彦

021-60875168

kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

证券分析师：张绪政

021-60875166

zhangxuzheng@guosen.com.cn

S0980525040003

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

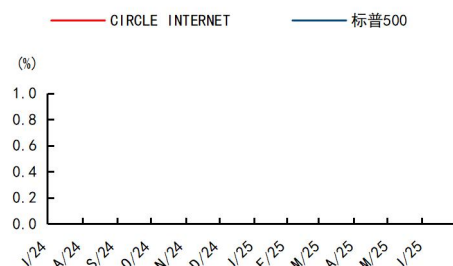
chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	188.77 美元
总市值/流通市值	416/379 亿美元
52 周最高价/最低价	298.99/64 美元
近 3 个月日均成交额	81.41 亿美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

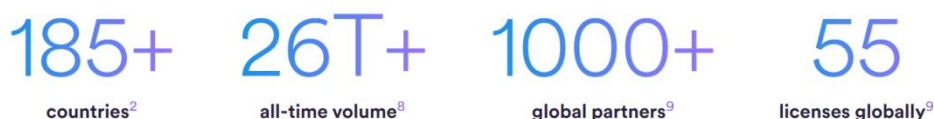
相关研究报告

◆ 公司概况：合规稳定币先行者

Circle 打造合规稳定币，实现金融领域突破。Circle 公司成立于 2013 年，其使命是通过无摩擦的价值交换提高全球经济繁荣。公司初期专注于比特币转账及支付服务，2014 年 6 月，公司推出了跨境支付应用 Circle Pay，类似于“美国支付宝”。随后公司逐步转型，通过与全球政策制定者和监管机构的持续探索，于 2018 年推出了稳定币 USDC，目前已经成为全球最大的受监管稳定币。目前 Circle 的稳定币服务已经支持超过 185 个国家/地区的国际电汇和国内银行转账，超过 1000 个全球合作伙伴，55 个全球许可证，链上交易超过 26 万亿美元。

Circle 主要面向机构客户，提供 USDC（美元计价稳定币）和 EURC（欧元计价稳定币）。Circle Mint 是公司为机构客户提供的 USDC、EURC 服务，例如交易所、机构交易商、钱包提供商、银行和消费者应用程序公司，并不面向个人用户。同时这些需要稳定币的客户，必须向公司提交申请，提供合规信息和支持文件；公司审核流程包括身份验证、KYC 检查、制裁筛选和适用性检查等。

图1: Circle 稳定币当前运营数据



资料来源：Circle 官网，国信证券经济研究所整理

Circle 创始团队主要来自互联网和金融科技领域，吸引众多顶级资本投资。公司创始人 Jeremy Allaire 为连续创业者，曾创立两家科技企业上市。Circle 公司的成立，高管团队融合了“监管优先”（前官员+金融巨头背景）+“跨界融合”（互联网、支付、区块链）+“全球化布局”（政策与牌照协同）的特点，推动 USDC 成为全球第二大稳定币，且成功合规上市。公司早期吸引了 Accel、General Catalyst、IDC 等投资；Coinbase 作为其重要合作方也参与了投资；贝莱德等在 IPO 阶段也认购了 10% 的新股。

表1: 公司高管

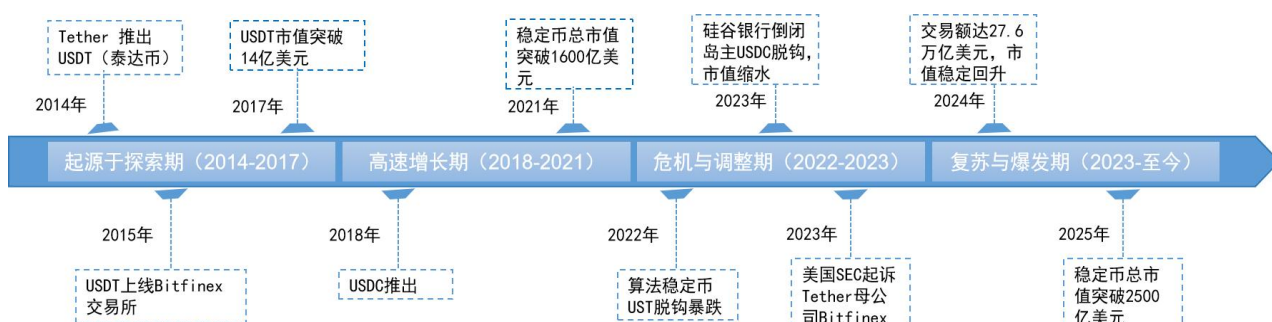
高管	职位	履历
Jeremy Allaire	首席执行官	公司创始人，曾创办 Allaire 集团，曾在 Macromedia 担任首席技术官
Heath Tarbert	首席法务官兼公司事务主管	自 2023 年 7 月起担任公司的首席法律顾问，曾担任 Citadel Securities 的首席法律顾问，美国财政部助理部长和 CFTC 主席
Nikhil Chandhok	首席产品和技术官	曾在 Meta、Google、YouTube 和 Microsoft 等公司开发技术领先的产品和软件
Jeremy Fox-Geen	首席财务官	曾担任 iStar 和 Safehold 的首席财务官，麦肯锡公司北美首席财务官等
Mandeep Walia	首席合规与风险官	曾在 PayPal、LendUp、State Street 等金融服务/金融科技公司担任高级领导职务，推动全球合规和企业风险

资料来源：Circle 招股说明书，国信证券经济研究所整理

◆ 行业分析：稳定币规模快速增长，头部稳定币先发优势明显

稳定币诞生于加密货币市场，当前处于快速发展阶段。随着比特币等加密货币诞生，其价格的剧烈波动带来了稳定币的需求，稳定币与法币 1:1 挂钩，实现了现实世界价值和数字货币世界价值的链接。2014 年，Tether 率先推出首个稳定币 USDT，锚定美元 1:1。2018 年 Circle 与 Coinbase 推出 USDC，以高透明度和合规性（每月审计报告）赢得更广泛的信任。2022-2023 年，硅谷银行暴雷等事件也导致了稳定币市场规模缩水。2023 年下半年开始，加密货币市场回暖，以及合规化推动了稳定币规模继续增长，2025 年稳定币总市值突破 2500 亿美元。随着当前各国推出稳定币相关法案，稳定币有望继续保持高增长节奏。

图2：稳定币发展历程



资料来源：deffillama，国信证券经济研究所整理

在加密货币时代，稳定币规模伴随 BTC 等呈现一定波动，头部稳定币先发优势明显。从诞生至今，加密货币交易一直是稳定币的主要应用场景之一，尤其是早期伴随着 BTC 等加密货币市场牛熊，稳定币的需求量呈现一定波动。随着 BTC 从 2020 年 1 万美元左右价格，涨到如今近 11 万美元价格，整个稳定币也从 2020 年刚突破 100 亿级规模，达到现在的超 2500 亿美元规模。从过去五年发展来看，头部的 USDT 和 USDC 仍能跟上加密货币市场发展规模，排名靠后位的其他稳定币，规模已经很难提升。

图3：各主流稳定币和 BTC 近年来发展规模（截止 25 年 7 月 3 日）



资料来源：coinglass，国信证券经济研究所整理

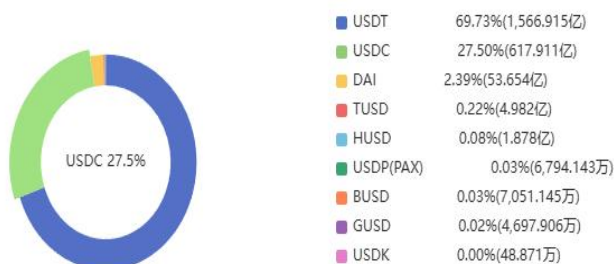
两大稳定币已稳居加密货币市值前十，后排稳定币已难超越。截止 2025 年 7 月 3 日，在加密货币市场中，BTC 依然一家独大，市值超过 21700 亿美元；ETH 市值约 3100 亿美元，排名第二；稳定币 USDT 市值约 1567 亿美元，也是第三大数字货币。在稳定币中，USDT 份额为 69.73%，排名第一；USDC 市值约 618 亿美元，份额 27.50%。其余稳定币份额均规模较小，已很难对前两名构成威胁。

图4：市值规模排名前 10 的加密货币（截止 25 年 7 月 3 日）

排名	币种	币种	价格	USDT市值	24小时%	市值	交易额(24小时)	流通市值
1		BTC 比特币	¥779,722.45	\$108,252.28	+2.45%	21676.50C	147.30C USDT	10880C
2		ETH 以太坊	¥18,521.54	\$2,595.18	+6.58%	3107.70C	140.20C USDT	1.20C
3		USDT 泰达币	¥7.76	\$1.00	+0.01%	1567.20C	376.20C USDT	1566.90C
4		XRP 瑞波币	¥16.08	\$2.24	+3.88%	1324.60C	25.20C USDT	5800C
5		BNB 币安币	¥4,725.27	\$662.09	+1.76%	929.30C	7.30C USDT	1.40C
6		SOL Solana	¥1310.50	\$155.60	+4.41%	819.30C	37.40C USDT	5.30C
7		USDC 美元币	¥713	\$0.99970	+0.02%	617.50C	66.50C USDT	617.00C
8		TRX 波场币	¥2.04	\$0.28520	+2.37%	270.30C	3.50C USDT	9480C
9		DOGE 狗狗币	¥1.24	\$0.17385	+8.56%	2520C	10.60C USDT	1497.70C
10		ADA 阿达币	¥4.27	\$0.58850	+7.94%	207.50C	7.40C USDT	353.70C

资料来源：币界网，国信证券经济研究所整理

图5：稳定币流通量占比（截止 25 年 7 月 3 日）



资料来源：币界网，国信证券经济研究所整理

美国参议院通过稳定币《天才法案》，待正式通过后，众多公司有望申请稳定币牌照。美国时间 6 月 17 日，《指导与建立美国稳定币国家创新法案》以 68 票对 30 票的结果在参议院获得通过。《天才法案》主要解决数字资产创新和监管问题，意在加强美元在加密货币领域的主导地位。该法案对稳定币提出了明确的要求，如要求稳定币由至少 1:1 高流动性资产支持，发行人须遵守反洗钱与 KYC 要求等。目前该法案下一步仍需要众议院通过，并由总统签署才能生效。随着法案逐步通过，以沃尔玛、亚马逊为代表的各类实体企业，均拟探索发行稳定币。美国财政部长贝森特对该法案力挺，其预计稳定币市场预计到 2030 年将增长至 3.7 万亿美元。

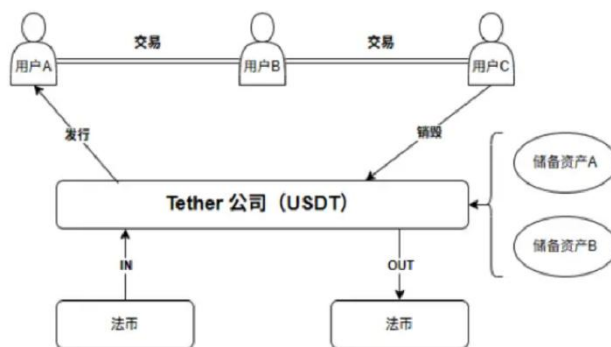
表2：《天才法案》核心内容

监管维度	具体要求
发行人资格	美国注册实体：受保险机构下级、联邦批准非银行实体、州级批准实体 外国发行人：向货币监理署注册，满足财务评估、运营资源等合规要求，所在司法管辖区监管框架与美国相当，持有足够资产满足美国客户流动性需求
发行许可与储备	规模<100 亿美元，可选择州级监管；规模≥100 亿美元，需联邦监管 稳定币由至少 1:1 高流动性资产支持，如美元现金、短期美国国债等，储备资产不得重复抵押挪用 公开披露赎回政策、费用，提前 7 天通知费用变更；每月公开披露资产规模结构，由注册公共会计事务所审查，规模超 500 亿美元且符合条件发行人需年度财务报表审计
特殊限制	禁止国会或高级行政部门官员在公共服务期间发行支付稳定币 禁止发生产生利息稳定币，防止形成未受监管类金融产品；禁止使用与美国政府相关字样命名稳定币
消费者保护	明确披露赎回政策和费用，确保及时兑付；发行人破产时，稳定币权益优先于其他债权人，储备资产排除在破产财产外，赎回不受破产自动中止限制

资料来源：LEXOLOGY，国信证券经济研究所整理

稳定币发行公司商业模式清晰，投资收益是主要来源。以全球第一大的 Tether 公司的 USDT 稳定币为例，其发行阶段，客户向 Tether 公司汇入美元，Tether 公司确认资金，向属于客户的核心钱包转入与美元数量等同的 USDT；销毁阶段则是相反。稳定币发行后，用户则可以使用稳定币进行交易。而 Tether 这类发行方，则将发行稳定币换回的法币资金，投入在各类储备资产中，以获取利息收入。根据美国《天才法案》要求，稳定币发行方所投的储备资产，必须 100%是短期美债、现金及回购协议等高流动性资产，且发行方被禁止向持币人支付任何形式的利息。因此稳定币发行方商业模式优异，收入体量主要与发行规模和相关利率挂钩，理论上仅需要相关合规和运营成本即可。

图6: 稳定币发行和流通过程



资料来源：《Tether 白皮书：一种利用比特币区块链交易的法币代币》，国信证券经济研究所整理

◆ 公司业务分析:主打合规，稳定币份额持续提升

Circle 依然以稳定币储备收入为核心。公司于 2018 年推出了稳定币 USDC，目前已经成为全球最大的受监管稳定币。2022 年 6 月，公司利用相同的基础设施推出了 EURC。2024 年 7 月，Circle 的法国子公司成为首家实现与 MiCAR 合规的全球稳定币发行商。近三年 Circle 通过发行稳定币的储备收入占比在 95-99%之间，其他产品收入占比 2024 年仅为 1%。主要包括钱包等开发者服务、集成 USDC 在第三方区块链的一体化服务，以及通过收购获得的代币化基金。虽然其他产品仍在创新发展中，Circle 当前主要收入仍来源于储备资产。

表3: Circle 业务构成

业务	24 年占比	收入来源
储备收入	99%	通过发行 USDC 和 EURC，投资高流动性生息资产获得的储备收入
开发者服务	<1%	23 年 8 月推出开发者和企业基础设施服务，通过 API 提供给寻求将 Web3 功能引入客户群的公司，包括 Circle 钱包、Circle 合同、Circle Paymaster 和 CCTP
一体化服务	<1%	协助第三方公共区块链实施 USDC 和在其区块链上集成 Circle Mint，通过连接和集成 Circle 产品获得服务收入
代币化基金	<1%	公司收购了 Hashnote，并发行 USYC，拥有了领先的 TMMF。允许交易者在 TMMFs 中持有资产或质押抵押品，同时积累收益，然后立即转换为稳定币

资料来源：Circle 招股书，国信证券经济研究所整理

Circle 主打合规，约 85%的 USDC 储备在 Circle 储备基金中持有。在 2023 年 1 月之前，USDC 储备仅限于银行持有的现金余额、期限为 100 天或以下的美国国债

以及 Circle 储备基金。自 2023 年 1 月以来, USDC 储备仅限于银行和 Circle 储备基金持有的现金余额。Circle 储备基金是一只在美国证券交易委员会 (SEC) 注册的政府货币市场基金, 投资组合包含短期美国国债、隔夜美国国债回购协议和现金, 托管于纽约梅隆银行, 并由贝莱德管理。截止 2025 年 6 月 26 日, 根据 Circle 公司官网, 流通中的 USDC 为 616 亿美元, 储备资产公允价值为 619 亿美元。其中储备基金 533 亿美元, 在储备银行的现金 86 亿美元。而 EURC 储备金仅以现金形式持有。

图7: USDC 储备成分 (截至 2025 年 6 月 26 日)



资料来源: Circle 官网, 国信证券经济研究所整理

图8: EURC 储备成分 (截至 2025 年 6 月 26 日)



资料来源: Circle 官网, 国信证券经济研究所整理

USDC 份额从 23 年开始持续提升。2023 年初由于硅谷银行破产的影响, 以及加密货币市场从 22 年开始表现低迷, Circle 的 USDC 流通量在 23 年下降较大。但随着 USDC 的合规性持续被市场认可, 加密货币市场回暖, 以及公司与 Coinbase 等交易所的持续运营推广, USDC 流通量在 24-25 年快速回升, 25 年一季度 USDC 流通量达到 600 亿美元, 市场份额达到 29%。

表4: Circle 运营数据

运营指标	2022	2023	2024	2025Q1
USDC 在流通 (期末, 亿美元)	445.54	244.12	438.57	599.76
储备回报率	1.50%	4.70%	5.00%	4.20%
USDC 份额	34%	20%	24%	29%
总收入 (亿美元)	7.72	14.5	16.76	5.79
净利润 (亿美元)	-7.69	2.68	1.56	0.65

资料来源: Circle 招股书, 国信证券经济研究所整理

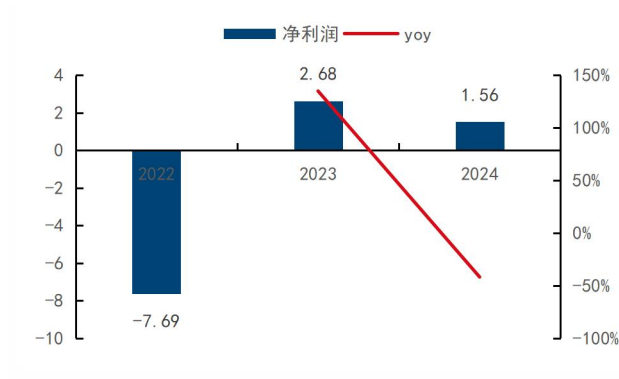
Circle 收入主要和发行规模和储备回报率相关, 合作伙伴分成拉低利润率。随着 USDC 流通量持续提升, 以及美债利率近年持续保持高位, 公司收入也保持了快速增长。2024 年公司储备回报率达到 5%, 收入达到 16.76 亿元, 净利润达到 1.56 亿元。利润率较低, 主要系公司需要和 Coinbase 等分销方进行分成。根据合作协议, Coinbase 可获得其平台 USDC 余额对应储备收益的 100%, 以及其他平台剩余收益的 50%。合作协议的初始期限为三年, 双方达成一致则将续签三年。2024 年公司与 Coinbase 的分销成本达到 9.079 亿美元, 约占收入的 54%。

图9: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

参考第一大稳定币 USDT 的 Tether 公司, Circle 未来成长空间可观。Tether 运营的 USDT 是全球第一大稳定币, 2025 年 5 月其市值首次突破 1500 亿美元。根据其披露的 2024 年财报, 公司人员仅 150 人左右, 实现净利润 137 亿美元。USDT 诞生更早, 交易和流通更为广泛, 用户基数更大。相比于 Circle, Tether 合规性和透明性相对较弱, 因此其投资组合更为多元, 以获得更高回报。因此 USDT 发行量虽然不到 USDC 的 3 倍, 但利润远远高于 USDC。目前 USDC 与 USDT 份额差距在缩小, 随着 Circle 成功 IPO 后, 其资产透明度将进一步提升, 持续提升市场份额, 未来利润率有较大提升空间。

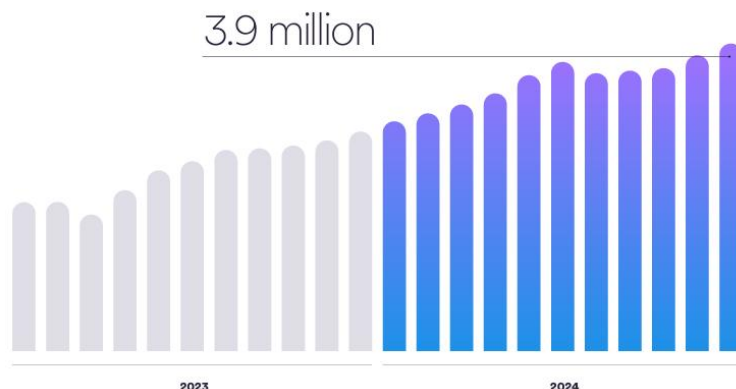
表5: Circle 与 Tether 对比

	Circle	Tether
收入来源	99%来自于储备金收益	包括储备金收益、投资升值、交易收入等
服务费	收入占比<1%, 未来会往交易费发展	有多层次的收费体系
储备金策略	非常保守, 85%投资于贝莱德 (BlackRock) 管理的货币市场基金, 15%现金	投资组合丰富, 包括黄金、比特币等, 现金少: 回报高、信用风险暴露高、监管接受度低
合规性	强	相对较弱, 不以上市为目标
合作伙伴	深度绑定 Coinbase、币安	广泛覆盖

资料来源: Circle 招股书, 国信证券经济研究所整理

多重因素推动, USDC 用户持续增长。全球范围内稳定币及各类加密货币也在持续渗透中, 根据 Triple-A 发布《2024 年全球加密货币所有权状况》报告显示, 2024 年全球数字货币用户群将达到 5.62 亿人 (占全球人口的 6.8%), 较 2023 年的 4.2 亿人增长 34%。除了加密货币市场回暖因素之外, 原货币高通胀、跨境贸易业在推动稳定币的应用。例如, 高通胀国家民众自发采用稳定币作为“数字美元”, 阿根廷年通胀率突破 200%, 40%储蓄转为 USDT。跨境支付方面, Circle 的 USDC 现已可在巴西和墨西哥即时支付系统进行交易, 稳定币相较于传统汇款方式, 手续费更低, 平均可节省约 6.35% 的成本。因此稳定币应用近年来持续增长, 根据 Circle 定义的“有意义的钱包”, 即至少持有 10 美元 USDC 的钱包, 自 2023 年初以来, 数量接近翻倍, 2025 年 Q1 数量达到了 488 万个。在多类需求推动下, 合规优势帮助 Circle 用户快速增长。

图11: 持有 USDC 的“有意义的钱包”数量快速增长



资料来源: Circle 官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测:

假设前提

稳定币相关法案持续推动, 市场容量有望快速增大。从全球来看, 推动稳定币法案成为共识。除了美国的《天才法案》之外, 香港的《稳定币条例》和欧盟的《MiCA 法案》均在加强稳定币相关监管, 以及推动稳定币应用和创新。尤其国际贸易和跨境支付, 成为全球政府在稳定币上探索创新的重点。根据联合国贸易和发展会议报告, 2024 年全球贸易额达到 33 万亿美元新高, 较 2023 年增长 3.7%。而根据美国财政部长贝森特预测, 稳定币市场预计到 2030 年将增长至 3.7 万亿美元。因此在美国法案落地后, 稳定币市场规模有望快速增长。

储备收入: 25 年 USDC 流通量已超 600 亿, 后续有望保持快速增长。Circle 公司 99%收入均来自于储备资产的生息收入, 因此核心是其储备资产规模和其投资回报率。根据最新数据, 目前 USDC 流通量已经达到约 618 亿美元, 相比 2024 年底增长了约 41%。结合美国财长贝森特 2030 年 3.7 万亿稳定币目标, 未来预期规模将保持较快增长, 我们保守预期 25-27 年 USDC 规模增速为 50%、40%、38%。由于美国目前处于降息周期, 结合美联储对联邦基金利率的最新预测数据, 我们假设 25-27 年储备回报率为 4.2%、3.9%、3.7%

表6: 公司业务拆分和预测 (千美元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
储备资产	24,276,065	43,727,363	65,591,045	91,827,462	126,721,898
资产 yoy		80%	50%	40%	38%
储备回报率		4.87%	4.20%	3.90%	3.70%
储备收入	1,430,606	1,661,084	2,299,702	3,069,661	4,043,163
收入 yoy		16.11%	38.45%	33.48%	31.71%

资料来源: Circle 招股书, 国信证券经济研究所整理

分成费用保持高位, 运营费用率有望持续下降。由于 Circle 当前和 Coinbase 紧密的合作关系, Coinbase 分成比例仍保持较高水平。我们预期随着美国《天才法案》落地后, Circle 稳定币合规优势将进一步增强, 后续跨境贸易等如果能起量,

USDC 稳定币先发优势显著。Circle 稳定币有望保持高增长的同时, 保守估计 25-27 年其整体分成比例逐步下降, 分别为 58%、57%、56%。由于 Circle 类银行的商业模式, 其运营成本相对固定, 运营费用率有望随规模增长持续下降, 预计 25-27 年运营费用率分别为 26%、23%、21%。

综上所述, 预计未来 3 年营收 23.15/30.85/40.58 亿美元, 同比增长 38.10%、33.26%、31.56%。净利润 2.79/4.64/7.02 亿元。

表7: 未来 3 年盈利预测表 (千美元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,450,466	1,676,253	2,314,871	3,084,830	4,058,332
同比		15.57%	38.10%	33.26%	31.56%
分销成本	719,806	1,010,811	1,333,827	1,749,707	2,264,171
分销成本占储备资产收入比重	50.31%	60.85%	58.00%	57.00%	56.00%
运营费用	453,214	491,731	601,866	709,511	852,250
运营费用率	31.25%	29.34%	26.00%	23.00%	21.00%
营业利润	269,528	167,158	372,624	619,059	935,358
净利润	267,562	155,667	279,468	464,294	701,519

资料来源: Circle 招股书, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

相对估值

Circle 核心业务为稳定币的发行, 成长逻辑在于加密货币市场持续活跃, 以及全球稳定币法案持续落地后, 带来的跨境贸易等需求增长。目前 Circle 是全球唯一的合规稳定币, 其稀缺性和先发优势给公司带来了一定溢价。目前数字货币相关上市公司极少, 我们选择可比公司为 Coinbase、Robinhood: Coinbase 是美国最大的加密货币交易所, 是当前唯一合规的数字货币交易所上市公司, 也是于 Circle 业务紧密相关的合作方; Robinhood 是金融创新引领者, 提供零佣金股票、加密货币和 ETF 交易服务, 近期计划在欧洲推行其美股代币化交易业务。

预计 Circle 公司 2025-2027 年收入为 23.15/30.85/40.58 亿美元, 对应当前 PS 分别为 18/13/10 倍。我们采用 PS 相对估值方法, 主要是考虑到 Circle 及可比公司商业模式均非常优异, 收入规模提升后, 其利润弹性均较大。尤其是 Circle 一旦稳定币体量足够大后, 其对合作伙伴的依赖有望下降, 分成比例有望下降为利润率提升带来空间。考虑到 Circle 目前具备极强的合规稀缺性和先发优势, 且未来稳定币可展望空间巨大, 给予公司今年 21-23 倍 PS 估值, 预计合理市值为 486-532 亿美元, 预计股价估值区间为 220-241 美元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表8: 可比公司 PE 估值

公司	市值		收入			PS		
	亿美元	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
Circle	416	23.15	30.85	40.58	17.97	13.48	10.25	
Coinbase	906	77.64	82.53	88.54	11.67	10.98	10.23	
Robinhood	833	35.63	39.52	45.47	23.38	21.08	18.32	

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示:

估值的风险

我们采取相对估值方法得出公司合理市值估值在 486-532 亿美元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年的业绩表现和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 1-3 年收入和利润预期较高,从而导致业绩偏乐观的风险。

我们假定未来 1-3 年公司所处行业有较快发展,但实际可能因为创新发展节奏、政策支持发生波动或不利变化,公司持续成长性实际很低或出现负增长,从而导致公司估值高估的风险。

相对估值方面,我们选取了与公司业务相近的 2 家公司等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2025-2027E PS 作为相对估值的参考,同时考虑公司合规稀缺性和先发优势明显,及市场可展望空间巨大,给予公司 2025 年 21-23 倍 PS 估值,可能并未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们预计未来 3 年营收 23.15/30.85/40.58 亿美元,同比增长 38.10%/33.26%/31.56%。净利润 2.79/4.64/7.02 亿元。可能存在对公司各项业务预期偏乐观,进而高估未来三年业绩的风险。

我们对公司未来 3 年毛利的预测也可能存在对公司成本估计偏低、费用低估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

竞争可能会加剧。Tether 仍占据稳定币第一份额,且领先优势较大,当前或未来的竞争对手可能会开发与公司相似的产品或服务。来自提供竞争产品的新老发行商的竞争,加上收益型数字资产(包括 TMMFs)的兴起,这些资产对数字资产交易参与者具有吸引力,可能会减少市场对 Circle 稳定币的需求和流通。

挤兑风险。稳定币可能面临不确定性、信任损失或系统性冲击,从而导致快速赎回请求。极端情景,如影响 USDC 储备价值的市场冲击或同时要求赎回所有或大部分流通的 USDC,或与 Circle 稳定币储备相关的担忧,可能导致赎回延迟,USDC 储备不足以满足所有赎回请求。

合作风险。如果公司无法维持现有的分销和合作伙伴关系安排,或者在财务条件不利的情况下签订额外的分销或合作伙伴关系安排,USDC 和 EURC 的流通会受到影响,Circle 的财务结果可能会受到不利影响。

稳定币运用风险。公司的产品和服务可能被公司的客户,员工,服务提供商和其他第三方利用,以促进非法活动,如欺诈,洗钱,恐怖主义融资,赌博,逃税和诈骗。公司的合规和风险管理方法可能无效。

网络安全风险。网络攻击和公司系统的安全漏洞,或影响公司的客户或第三方供应

商和供应商的安全漏洞,可能会对公司的业务,经营业绩,财务状况和前景产生不利影响。

利率波动风险。公司收入对利率高度敏感,利率的波动会影响准备金收益率,因此利率的下降会降低准备金收益率,而利率的上升会增加准备金收益率。

监管风险

公司所处的监管环境导致了各种许可要求、重大合规成本和其他限制,以及不合规可能导致一系列处罚,包括罚款、合规成本、运营限制、声誉损害和许可证损失。

财务预测与估值

每股指标（美元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万美元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	4.98	2.76	1.27	2.11	3.18	营业收入	1,450	1,676	2,315	3,085	4,058
BVPS	6.32	10.12	5.82	7.93	11.11	其中：储备资产收入	1,431	1,661	2,300	3,070	4,043
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收入	20	15	15	15	15
						营业成本	728	1,017	1,340	1,756	2,271
						其中：分销成本	720	1,011	1,334	1,750	2,264
						其他成本	8	7	7	7	7
						毛利润	723	659	974	1,329	1,788
						减：营业费用	453	492	602	710	852
						营业利润	270	167	373	619	935
						加：营业外净收益	49	54	0	0	0
						利润总额	319	222	373	619	935
						减：所得税	47	65	93	155	234
						持续经营净利润	272	157	279	464	702
						加：非持续经营损益	-4	-1	0	0	0
						净利润	268	156	279	464	702
						其中：普通股股东净利润	268	156	279	464	702
						分红总额	0	0	0	0	0
						营业收入同比		15.6%	38.1%	33.3%	31.6%
						净利润同比		-41.8%	79.5%	66.1%	51.1%
						毛利率		39.3%	42.1%	43.1%	44.0%
						储备资产收益率		4.87%	4.20%	3.90%	3.70%

资产负债表（百万美元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	25,997	45,834	68,452	95,833	132,250
其中：储备资产	24,346	43,919	65,591	91,827	126,722
其他资产	1,650	1,916	2,861	4,006	5,528
总负债	24,526	44,124	66,029	92,946	128,661
其中：存款	24,276	43,727	65,591	91,827	126,722
非存款负债	250	397	438	1,118	1,939
所有者权益	1,471	1,710	2,423	2,888	3,589
其中：总股本	54	56	221	221	221
普通股股东净资产	339	571	1,284	1,748	2,449
总资产同比		76.3%	49.3%	40.0%	38.0%
储备资产同比		80.4%	49.3%	40.0%	38.0%
存款同比		80.1%	50.0%	40.0%	38.0%
储备资产/存款		100%	100%	100%	100%
权益乘数		26.8	28.2	33.2	36.8

盈利能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
ROA		0.43%	0.49%	0.57%	0.62%
ROE		9.8%	13.5%	17.5%	21.7%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032