

2025 年 7 月 17 日 星期四

【公司评论】

张铁言

852-25321539

tieyan.zhang@firstshanghai.com.hk

行业 金融服务

SRM Entertainment (SRM, 未评级)：稳定币主流化当中，USDT 生态龙头的历史级机遇

去年的 BTC，今年的稳定币，为 crypto 主流化的过程产生了巨大能量，也孵化了诸多牛股；2024 年 MSTR 全年涨幅 630%，成为最耀眼的币股；今年稳定币接棒，相关概念股虽跳涨了一段时间，但仍然处在相对早期阶段，具有较高的潜在赔率；

孙宇晨主导的 Tron，今年在合规方面取得了很大突破，美国方面获得了特朗普政府支持；市场对孙宇晨的畏惧，最主要来自于 18 年高位套现，套牢大量散户，后被指控通过做市商操控波场币价格；以及被 SEC 以欺诈的名义起诉，进一步加深了“孙割”的市场形象；但这个局面正在改变：孙得到了美国监管的谅解，但还没有获得市场的信任；监管看重 Tron 在海外生态中的地位，孙看中稳定币主流化的历史级机遇；SRM 的投资者，则更关心孙宇晨的利益如何兑现，以及如何避免站在孙的对立面；

1. Tron¹在 USDT 生态中处于龙头地位，在 USDC 生态中缺席

USDT 链龙一：Tron，龙二：Eth，市值分布差距不大，但日均交易量 Tron 是 Eth 的 2.5x，说明 Tron 倾向于高流通（小额、低频用户转账成本接近 0），Tron 是全球 USDT 流通的主力枢纽（Stablechain²长期有影响，短期动能不足）；USDC 生态中，Tron 基本没有影响力；

图表 1：USDT：1589 亿（前 3 分布）

区块链	市值 (Market Cap)	占总市值百分比	日均交易量 (Daily Transfer Volume)	平均手续费 (500美元以内平均手续费)
Tron	\$805 亿	51.50%	\$186 亿	\$0.63
Ethereum	\$739 亿	47.30%	\$73.9 亿	\$0.36
Solana	\$18.4 亿	1.20%	\$0.64 亿	\$0.00

资料来源：USDT

¹ 名词解释：Tron（波场）=孙宇晨控制的去中心化区块链平台；Trx=Tron 上的原生代币

² 名词解释：Stablechain 是由全球最大稳定币发行商 Tether 于 2025 年 7 月推出的企业级支付公链

图表 2：USDC：627.7 亿（前 4 分布）

区块链	市值 (Market Cap)	占总市值百分比
Eth	\$392.5亿	62.50%
Solana	\$77.6 亿	12.40%
Base	\$30.7亿	4.90%
Arbitrum	\$18.2 亿	2.90%

资料来源：USDC

注 1：以链上实际数据为准，以 eth 为例：官方发行量 411.8 亿美元，桥接流入：99.9 万美元，桥接流出 19.4 亿，实际总量为 392.5 亿美元；

注 2：Base 和 Arbitrum 是 eth 的二层网络；

图表 3：最近 12 个月交易数据

Stablecoin	Blockchains	USD Volume	Total Transactions
USDT	tron	30000 亿	5.587 亿
USDC	ethereum	16000 亿	0.23 亿
USDT	ethereum	11000 亿	0.438 亿
USDT	bsc	5747 亿	5.337 亿
USDC	base	3145 亿	0.611 亿
USDC	solana	2822 亿	1.013 亿
USDC	arbitrum	2003 亿	0.563 亿
USDT	solana	732 亿	0.288 亿
USDT	arbitrum	664 亿	0.336 亿
USDC	polygon	607 亿	0.577 亿

资料来源： Visa Onchain Analytics

图表 4：用户数量对比（2025 年 7 月）

公链	累计账户数/地址数 (2025 年中)	说明
波场 TRON	3.1 亿+	2025年7月12日数据： 319,261,716
以太坊 ETH	约2.7亿	主网+二级网络估算
Solana	约1.1亿	2025年6月28日钱包数： 11,438,122

资料来源：第一上海整理

2. Tron 的通缩机制

通胀机制：2024.1 – 2025.5，每年通胀（新增发币）大概约 1.95%，提案 102 以后年通胀 1.4%；

- 提案 102（2025.6）：区块奖励从 16 降至 8 TRX，投票奖励从 160 降至 128 TRX
- 区块奖励减半：每年少发约 4.6 亿 TRX。
- 投票奖励下调：每年少发约 1.2 亿 TRX。

通缩机制：年通缩（消耗 TRX）为 4.1%左右；

- 资源费燃烧（2021-至今）→能量 & 带宽双资源：转账消耗带宽，合约调用消耗能量；
- 通过奖励机制，五年锁仓率从 32% 升至约 50%；

举例：以 2024 为例，Trx 新增发行约 1.95%，销毁约 4.1%，净通缩率约-2.15%；25 年提案（102）以后，新增发行从 1.95%降至 1.4%，假设燃烧量不变，净通缩率提升至约 2.7%；如考虑 USDT 链上活跃度和 TRX 锁仓率继续上升，Trx 通缩会 2025 下半年加速；

3. 孙宇晨利益循环

稳定币是这轮美国（全球）金融创新的锚点，作为占据市场份额 61%的 USDT 的核心交易枢纽，Tron 有机会成为最重要的稳定币通道；孙向美国监管投诚（刚刚购买了 1 亿美元 Trump 币，成为 Trump coin 最大的买家），在获得监管豁免的前提下控制一家美国上市公司，成功切入主流资本市场；首先通过公司持币增加锁仓量（100%质押），减少市场流通（目前只占比 0.39%，上升空间很大）；其次打通二级市场，币股合流，二级投资者成为新的买盘增量，这一方式去年被 MSTR 验证，MSTR 通过金融创新夺走了 BTC 定价权；孙接下来要做的是让市场 Buy in TRX 的逻辑，提高 Tron 网络价值→Trx 币升值；

SRM 比 MSTR 更进一步创新之处在于：孙通过 PIPE 向公司第一次 1 亿美元注资，实际注入的是 Trx（MSTR 是现金），从链上转移到上市公司，Trx 出现了明显的溢价；SRM 在最新的公司章程修订中，已将授权普通股数量从 1 亿增至 10 亿股，明确为未来可能的大规模增发（包括但不限于 ATM 按市价增发）预留空间，这个过程孙把原本属于自己的 Trx “打包”成上市公司资产，再以股权溢价由二级市场投资者以现金买入，完美闭环；稍显诚意的是：第二笔 1.1 亿美元孙以现金形式支付，但可能过个手还是买他持有的币；

做战略布局的维度审视，孙宇晨确实以风险管控见长，但评估其短期行为动机不应基于人性揣测，而需锚定长期利益最大化原则，面对十年一遇的历史机遇，在此阶段选择‘短期收割’策略，实属低估了操盘者的战略格局纵深。

SRM 隐含溢价率：

- 孙宇晨投资：1 亿美元等值 Trx（3.65 亿枚，单价 0.2739 美元）换取 10 万张 CB，可转 2 亿股，行权价 0.5 美元/股；
 - 认股权证：2.2 亿张，行权价 0.5 美元/股，若全行权可再募资 1.1 亿美元。
 - SRM 持币现值：3.65 亿 Trx 按 0.2979 美元计，约 1.09 亿美元。
 - 总“资产”估算：1.09 亿美元（Trx 现值）+ 1.1 亿美元（认股权证行权现金）≈ 2.2 亿美元。
- 完全摊薄后市值：6.48 美元 × 4.37 亿股 = 28.3 亿美元。

隐含溢价率： $(28.3/2.2-1) \times 100\% = 1186\%$

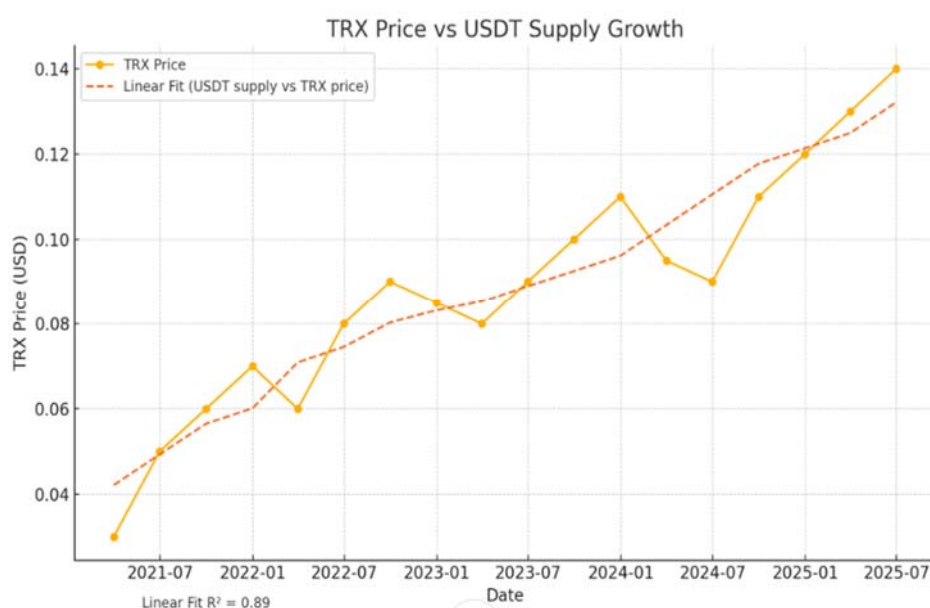
溢价率只有一个字，“贵”，这种印象来自 MSTR 认知的延伸；MSTR 早期和 SRM 有共同的特性：稀缺、底层资产认可度处于快速提升阶段（MSTR 在这个阶段溢价率稳定在 3.5x-4.5x）；随着 ETF 和更多的模仿者进入，MSTR 稀缺性被稀释；当底层资产进入至“普遍认可”阶段，BTC 波动特性明显减弱，MSTR 走势越来越趋近于 ETF

（此时 MSTR 波动率稳定在 $2x-1.5x$ 之间）；举这个例子是说，用现在的 MSTR 类比 SRM 不太合适；

下半年 Trx 的动力，最主要来自于 USDT 放量：USDT 过去 4 个月市值增速 6.2%，USDC 为 1%；非常反常识，受政策推动获益最大的 DC 居然没涨过 DT，这同时说明了我们另一个观点：稳定币主要的意义在于海外，不在美国国内；下半年稳定币政策和产业落地处于加速状态，DT 增长提速是大概率事件，Tron 链是直接受益者；

Trx 价格翻个倍，溢价率就只有 $6x$ 了；对于投资者来说，蹲一个 SBET 式洗盘是非常保险的策略，但也可能新的催化剂拉升币价，股价进入正循环，和历史经验相比，币的宏观背景已经完全不同了。

图表 5：Trx 价格与 USDT 供应增长对比



资料来源：第一上海整理

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。



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

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)