

持有

2025年8月6日

从交易到生态，纵向做深

- 25q2 财务数据:** 总营收 15 亿美元，同比仅增长 3.28%，环比却大跌 26.4%，低于市场预期的 15.9 亿美元。GAAP 口径下的净利润 14.3 亿美元，同比暴涨 3,865%，然而这主要依赖一次性收益——Circle 战略投资带来的 15 亿美元 IPO 收益，以及加密资产账面增值 3.62 亿美元。若把这些非经常性项目剔除，调整后核心业务实际亏损 4.4 亿美元，主业疲软。
- 收入结构分化:** 造成营收环比下滑的首要原因是交易收入骤减。该季度交易收入 7.64 亿美元，环比骤降 39.5%，背后是加密市场波动率低迷导致交易量萎缩至 2,370 亿美元，环比跌幅 39.7%。低波动环境直接压缩了现货与衍生品的手续费空间，短期内看不到明显回暖迹象。与此形成对比的是订阅与服务收入，虽然整体环比下滑 6.1%至 6.56 亿美元，但其中的稳定币业务非常稳健：收入 3.32 亿美元，环比增长 11.8%，占总营收的 22.2%；平台内 USDC 平均余额达到 138 亿美元，环比再增 13%。
- 成本激增侵蚀利润:** 运营总支出 15.2 亿美元，同比增长 37%，其中 5 月的数据泄露事件导致网络安全支出高达 3.08 亿美元。与此同时，公司现金储备 93 亿美元，环比减少 6%，加密资产持仓价值 12.6 亿美元，包括 11,776 枚 BTC，流动性仍充裕，但成本支出的速度值得关注。
- 25q3 指引乐观:** 7 月交易收入预计 3.6 亿美元，环比回升 44%；订阅与服务收入指引区间 6.65 - 7.45 亿美元，环比增幅 1 - 14%。不过，这一乐观预期能否兑现，仍取决于加密市场波动能否回升、利率环境是否稳定。
- 目标价 320.00 美元，调整为持有评级:** 公司正从周期性交易所向加密生态基础设施巨头转型。尽管 25q2 交易收入承压，短期波动不改长期重估逻辑。目前市场过度悲观交易收入，低估了订阅业务货币化与政策红利兑现潜力，但短期盈利确实受到市场周期压制。因此，上调目标价至 320.00 美元，对应 11.58xPS，比前一个交易日收盘价高出 7.46%，调整为持有评级。
- 风险因素:** 营收重度依赖交易；竞争白热化；安全与合规成本。

金煌

852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

主要资料

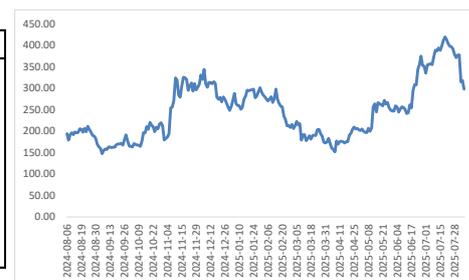
行业 金融服务
 股价 297.99 美元
 目标价 320.00 美元 (+7.46%)
 股票代码 COIN.O
 已发行股本 2.57 亿股
 总市值 765.65 亿美元
 52 周高/低 444.65 美元/142.58 美元
 每股账面价 47.17 美元
 主要股东 Brian Armstrong (10.15%)
 THE VANGUARD GROUP Inc. (9.49%)
 Blackrock, Inc. (5.70%)
 Frederick Ehrsam (3.60%)
 State Street (1.75%)

表：盈利摘要

Fiscal year ending Dec. 31st (in \$M)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	3,109	6,564	7,078	8,167	8,597
yoy growth	-2.69%	111.16%	7.83%	15.38%	5.26%
Net Income	95	2,579	294	1,040	1,194
yoy growth	103.61%	2618.81%	-88.59%	253.69%	14.74%
EPS(Adjusted)	0.37	9.48	6.29	3.54	4.09
yoy growth	103.13%	2462.16%	-33.62%	-43.79%	15.55%
P/S 297.77 USD	24.6	11.7	10.8	9.4	8.9

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

25q2 核心财务表现

收入承压但结构优化

主要财务数据

- 1) 总营收：15 亿美元，同比微增 3.28%，但环比下降 26.4%，低于市场预期的 15.9 亿美元。
- 2) 净利润：14.3 亿美元（GAAP），同比暴涨 3,865%，但主要依赖非经常性收益：15.1 亿美元来自 Circle 战略投资（Circle IPO 收益）；3.62 亿美元来自加密资产账面增值。
 ✓ 调整后核心利润：剔除一次性收益后，净亏损 4.4 亿美元，主营业务疲软。

收入结构分化

- 3) 交易收入：7.64 亿美元（环比-39.5%），因加密市场低波动性导致交易量降至 2370 亿美元（环比-39.7%）。
- 4) 订阅与服务收入：6.56 亿美元（环比-6.1%），但稳定币业务成为亮点：
 ✓ 收入 3.32 亿美元（环比+11.8%），占总营收的 22.2%。
 ✓ 平台内 USDC 平均余额 138 亿美元（环比+13%）。

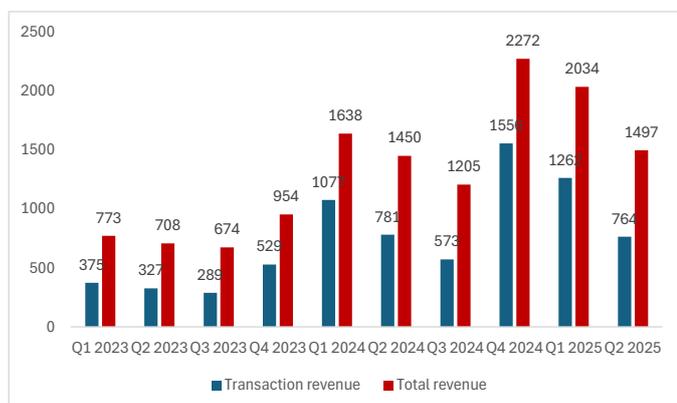
成本激增侵蚀利润

- 5) 运营成本：15.2 亿美元（同比+37.5%），含 3.08 亿美元网络安全支出（5 月数据泄露事件）。
- 6) 现金储备：93 亿美元（环比-6%），加密资产持仓价值 12.6 亿美元（含 11,776 枚 BTC）。

25q3 指引乐观

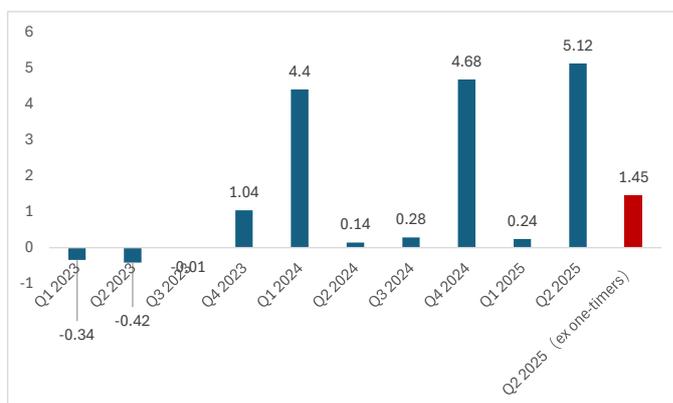
7 月交易收入预期 3.6 亿美元（环比+44%），订阅与服务收入指引 6.65 - 7.45 亿美元（环比+1 - 14%）。

图表 1:交易收入和总收入 (\$M)



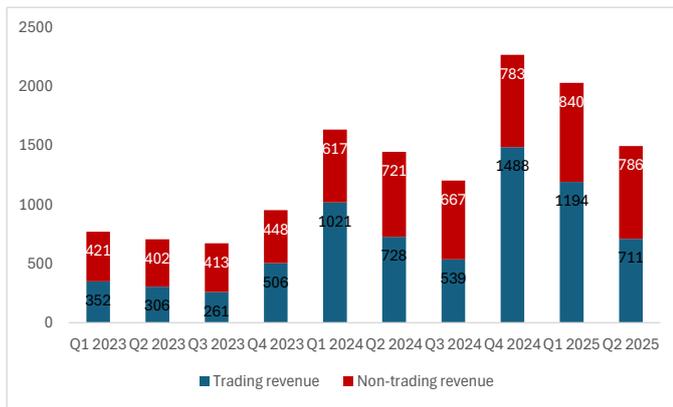
资料来源：公司资料，第一上海

图表 2: 每股收益 (\$)



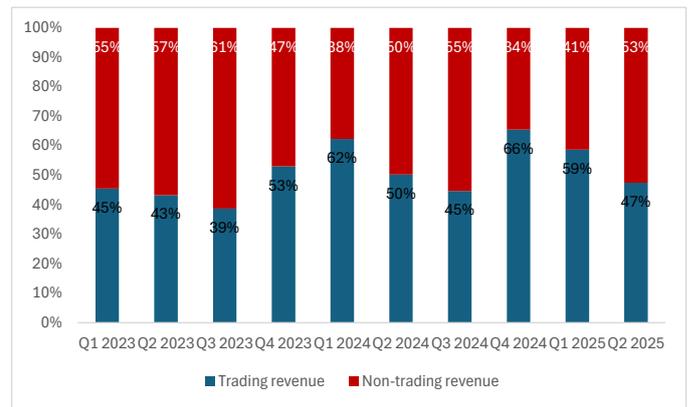
资料来源：公司资料，第一上海

图表 3: 交易收入和非交易收入 (\$M)



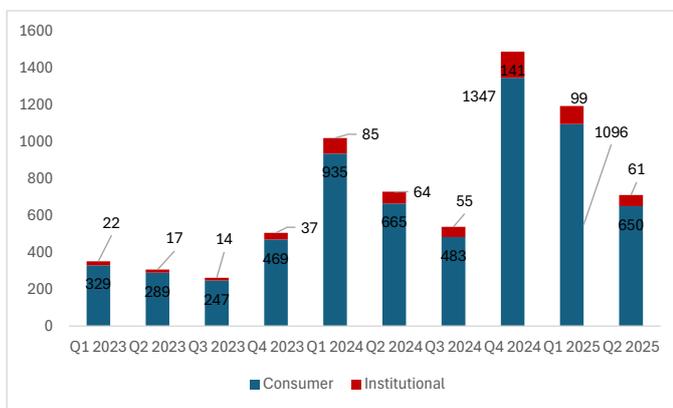
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 4: 交易收入和非交易收入占比



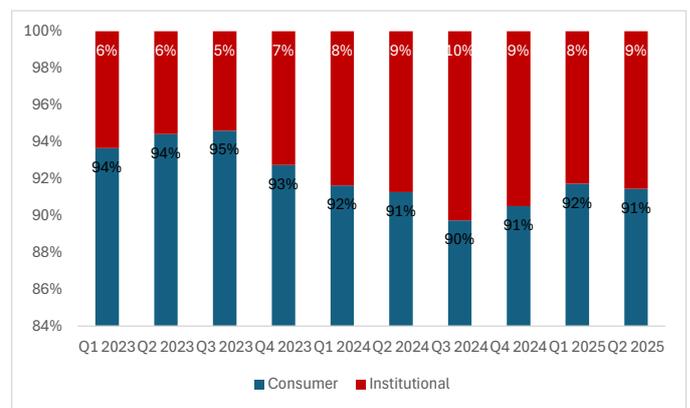
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 5: 交易收入按客户类别 (\$M)



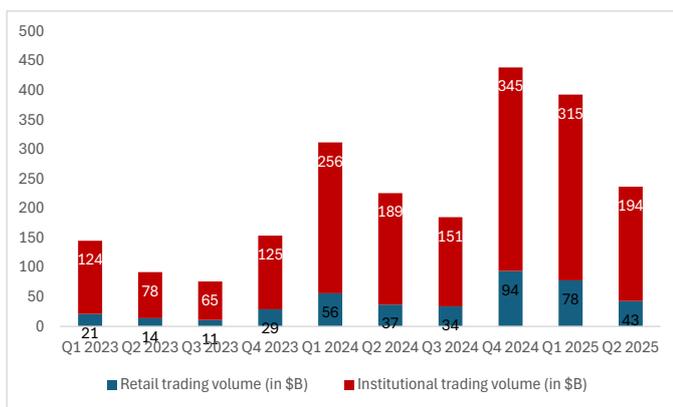
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 6: 交易收入按客户类别占比



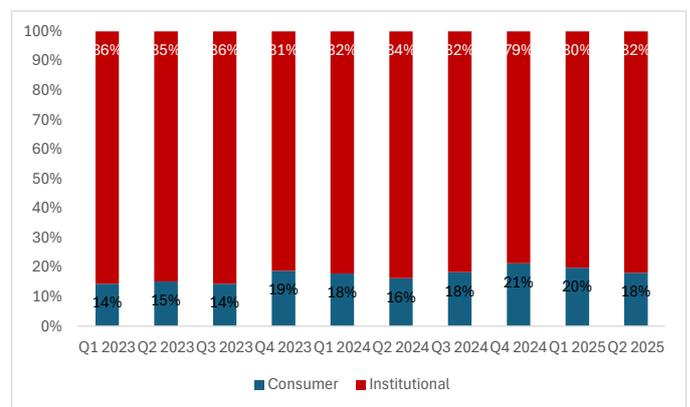
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 7: 交易量按客户类别 (\$B)



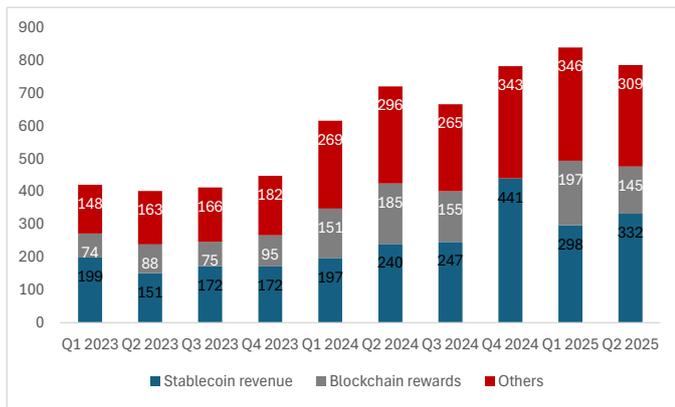
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 8: 交易量按客户类别占比



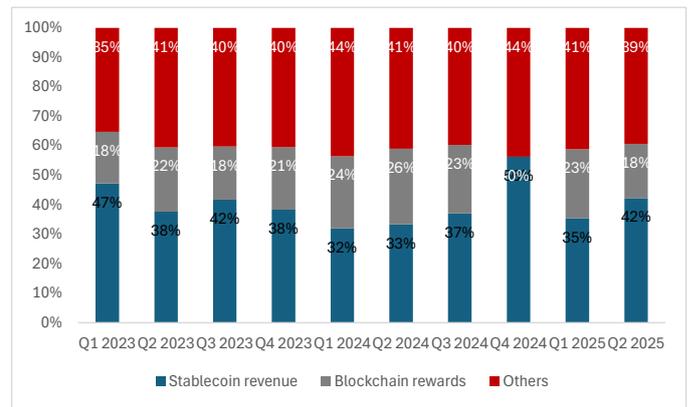
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 9: 非交易收入按类别 (\$M)



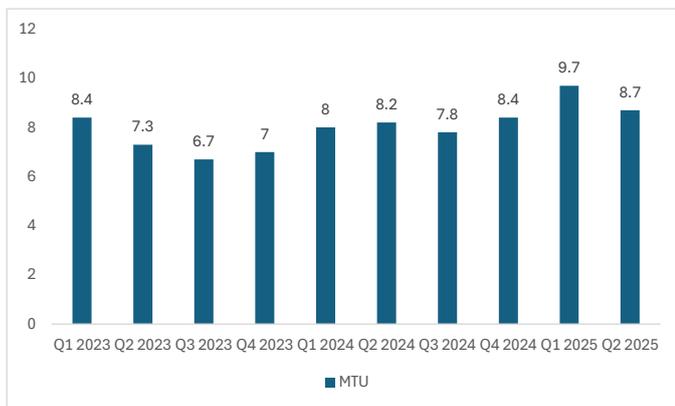
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 10: 非交易收入按类别占比



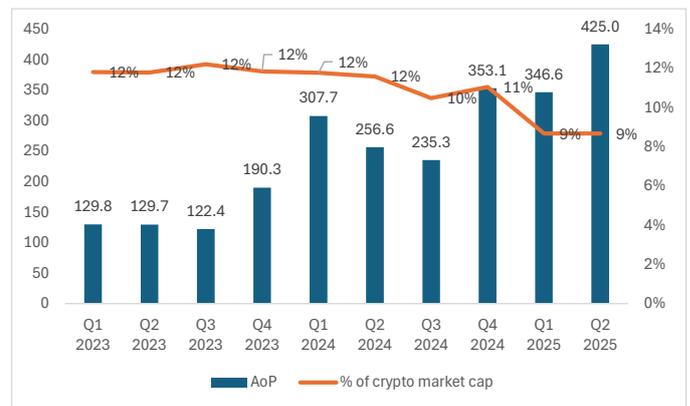
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 11: 每月交易用户 (\$M)



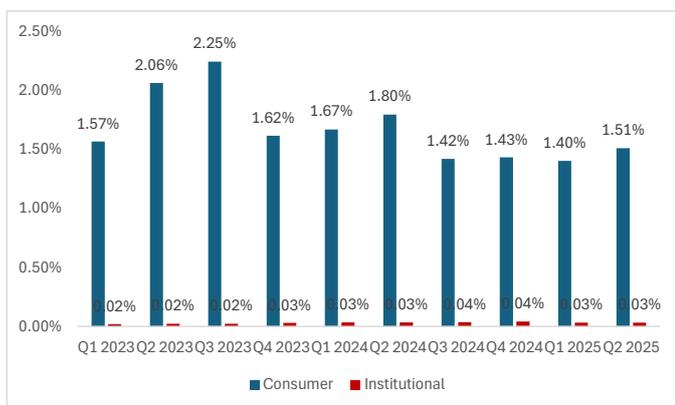
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 12: 平台资产 (\$B)



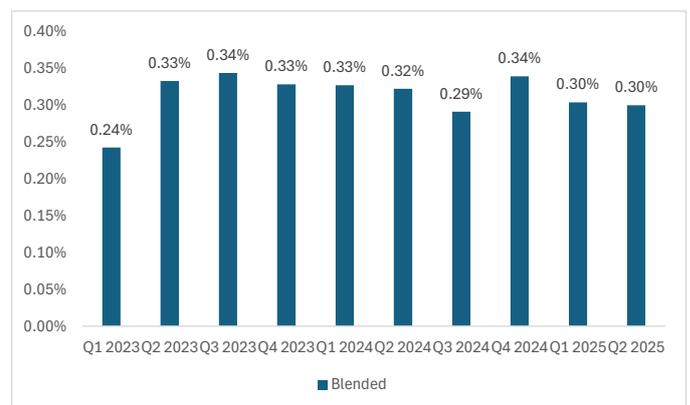
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 13: 交易费用率按客户类别



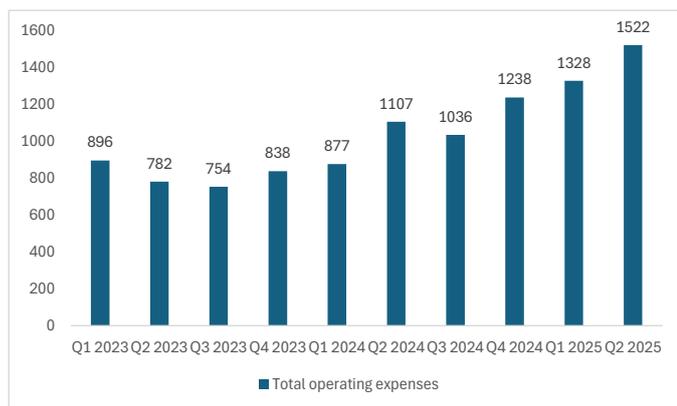
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 14: 混合交易费用率



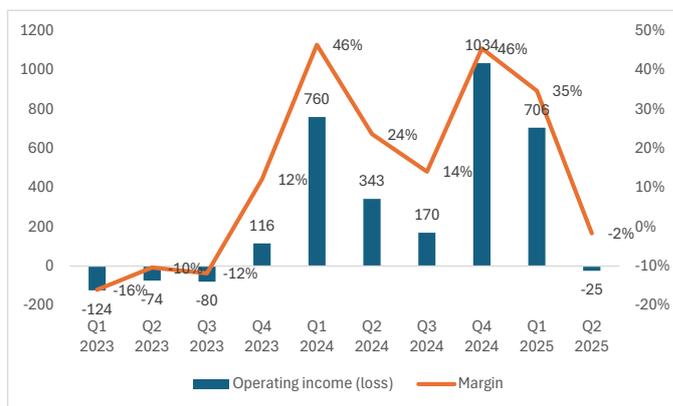
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 15: 营业费用 (\$M)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 16: 营业收入 (\$M) 及收入比率



资料来源: 公司资料, 第一上海

将 Coinbase 重塑为“链上金融的全球结算层”

战略协同

Coinbase 正加速推进“万物交易所”战略转型, 以五大核心支点构建全域链上金融生态: **首先突破资产边界**, 将代币化股票、预测市场等传统金融产品迁移至区块链, 瞄准全球超 100 万亿美元市场, 首批产品即将登陆美国用户平台; **深化稳定币护城河**, 依托 USDC 协议分成优势 (平台内 100%利息+链外 50%分成), 推动稳定币收入逆势增长至 3.32 亿美元, 同时整合 Shopify、PayPal 生态强化商业场景渗透; **掌控衍生品定价权**, 斥资 29 亿美元收购 Deribit 垄断全球 75%加密期权市场, 构建年交易量超万亿美元的衍生品引擎; **强化合规壁垒**, 借助欧盟 MiCA 牌照覆盖 30 国市场, 并受益于美国 SEC 诉讼撤销及《CLARITY 法案》政策红利; **打造超级应用生态**, 通过 Base 链集成钱包、社交及 DApp 服务, 以“CaaS 加密即服务”连接 240 家机构, 构筑链上经济操作系统。五大战略协同驱动 Coinbase 从交易平台蜕变为链上金融基础设施, 目标成为全球资产流动的终极结算层。

盈利预测与估值

目标价 320.00 美元, 调整为持有评级

Coinbase 正从周期性交易所向加密生态基础设施巨头转型。尽管 25q2 交易收入承压, 稳定币、衍生品与合规扩张已构建新增长三角——短期波动不改长期重估逻辑。

目前市场过度悲观交易收入, 低估了订阅业务货币化与政策红利兑现潜力, 但短期盈利确实受到市场周期压制。因此, 上调目标价至 320.00 美元, 对应 11.58xPS, 比前一个交易日收盘价高出 7.46%, 调整为持有评级。

风险因素

交易依赖症未解：51%的收入仍来自交易费用，市场波动直接冲击盈利。

竞争白热化：去中心化交易所（DEX）抢占份额，稳定币领域面临多强角逐。

安全与合规成本：数据泄露事件导致单季支出 3.08 亿美元，未来安全投入将持续高企。

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	7,078	8,167	8,597
Transaction expense	421	898	1,130	1,385	1,243
Technology and development	1,325	1,468	1,481	1,541	1,571
Sales and marketing	332	654	941	963	1,107
General and administrative	1,074	1,300	1,524	1,707	1,912
Operating (loss) income	-162	2,307	1,058	1,340	7,065
Total operating expenses	3,270	4,257	6,020	6,827	7,065
(Loss) income before income taxes	-77	2,943	771	1,287	1,479
Benefit from income taxes	-172	364	476	247	285
Net income (loss)	95	2,579	294	1,040	1,194
Comprehensive income (loss)	103	2,559	326	1,072	1,226
Depreciation and amortization	140	128	135	136	136
Interest expense	83	81	82	82	82
Adjusted EBITDA	978	3,348	2,892	3,487	3,679
Growth					
Total revenue (%)	-2.7%	111.2%	7.8%	15.4%	5.3%
Adjusted EBITDA Margin (%)	31.5%	51.0%	40.9%	42.7%	42.8%

Balance Sheet

<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Cash and cash equivalents	5,139	8,544	8,938	10,020	11,279
Customer custodial funds	4,571	6,159	5,315	5,904	5,889
Customer crypto assets	192,583	0	0	0	0
Loan receivables	193	475	475	475	475
Accounts receivable, net	168	265	339	472	580
Other current assets	213	278	278	278	278
Total current assets	203,586	18,113	17,564	19,196	20,377
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	21,994	23,625	24,806
Custodial funds due to customers	4,571	6,159	5,315	5,904	5,889
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	7,097	7,686	7,671
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	11,421	12,010	11,995
Retained earnings	1,820	4,961	5,255	6,295	7,489
Total shareholders' equity	6,282	10,277	10,571	11,611	12,805
Total liabilities and stockholders' equity	206,983	22,542	21,992	23,621	24,800
Operating assets	5,872	10,171	10,467	11,510	12,706

资料来源：公司资料，第一上海预测

Financial Analysis

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Profitability					
Operating profit margin (%)	-5.2%	35.1%	15.0%	16.4%	82.2%
Adjusted EBITDA Margin (%)	31.5%	51.0%	40.9%	42.7%	42.8%
Net profit margin (%)	3.1%	39.3%	4.2%	12.7%	13.9%
Operating performance					
Transaction expense (%)	13.5%	13.7%	16.0%	17.0%	14.5%
Technology and development (%)	42.6%	22.4%	20.9%	18.9%	18.3%
Sales and marketing (%)	10.7%	10.0%	13.3%	11.8%	12.9%
Effective tax rate (%)	223.4%	12.4%	61.8%	19.2%	19.3%
Financial Status					
Total Liabilities/Total Assets	0.97	0.54	0.52	0.51	0.48
Income/Net Assets	0.49	0.64	0.67	0.70	0.67
Operating cash flow/Revenue	0.30	0.39	0.18	0.24	0.25

Cash Flow Statement

<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net income (loss)	95	2,579	294	1,040	1,194
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	62	3	27
Operating cash flow	923	2,557	1,269	1,956	2,134
Capitalized internal-use software develop	-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	356	1,043	1,221
Cash held at the beginning of the period	9,430	9,555	14,611	14,967	16,011
Currency changes	9	-48	0	0	0
Cash held at the end of the period	9,555	14,611	14,967	16,011	17,231

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。