



Circle (CRCL.N): 2025Q2 业绩超预期, 全年指引乐观; 大规模配售引发市场担忧

事件: 当地时间周二(8月12日)盘前, Circle 公布 2025 年第二季度财报, 业绩超出市场预期, 全年指引亦显乐观。受此提振, 公司股价当日收涨 1.3%; 然而, 其随后宣布的大规模股票配售计划引发股价震荡, 盘后一度急跌超 6%, 最终于周三(8月13日)收跌 6.15%。

2025Q2 业绩超市场预期

- **收入强劲增长。**总收入达 6.58 亿美元, 同比增长 53%, 超出市场预期的 6.47 亿美元, 主要受益于 USDC 流通量大幅攀升。
- **净亏损主因一次性费用。**净亏损 4.82 亿美元, 主要受 IPO 相关的非现金费用 (5.91 亿美元) 影响, 其中包含 4.24 亿美元股权激励费用。
- **核心盈利能力稳健。**调整后 EBITDA 同比增长 52% 至 1.26 亿美元, 高于市场预期的 1.21 亿美元。

2025Q2 储备收入增长强劲, 但利率下行周期带来潜在压力

- **核心收入来源储备收入达 6.34 亿美元, 同比增长 50%。**增长主要源于 USDC 平均流通量同比激增 86%, 但部分被储备回报率下降 103 个基点 (至 4.1%) 所抵消。
- **当前 4.1% 的储备回报率仍属健康水平, 然而投资者需关注利率下行周期对储备收入的潜在压力。**

USDC 扩张势头迅猛

- **流通量激增。**2025Q2 末 USDC 流通量达 613 亿美元, 同比大增 90%; 截至 8 月 10 日进一步增至 652 亿美元。
- **用户基础扩大。**有意义钱包数量同比增长 68% 至 570 万个。
- **市场份额持续提升。**2025Q2 末, Circle 稳定币市场份额达 28%, 同比提升 595 个基点。

表 1: 财务预测

截至 12 月 31 日 (百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,450	1,676	2,560	3,172	4,461
同比 (%)	88	16	53	24	41
EBITDA (调整后)	304	285	464	583	1,022
同比 (%)	N/A	(6)	63	26	75
净利润 (调整后)	272	157	(129)	300	656
同比 (%)	N/A	(42)	N/A	N/A	118
经调整每股盈利 (US\$)	0.78	0.30	(0.37)	1.46	2.93
市盈率 (x)	196	511	N/A	105	52

资料来源: 公司数据, 彭博一致预测, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

2025 全年指引整体乐观

- **长期增长信心。**管理层预计 USDC 流通量长期年复合增长率 (CAGR) 为 40%, 高于市场对未来三年年增长率 30% 的一致预期。
- **RLDC 利润率凸显分销成本压力。**2025Q2, 分销成本同比增长 64% 至 4.07 亿美元, 增速超过收入增长, 导致 RLDC 利润率从去年同期的

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

美国 稳定币

2025 年 8 月 14 日

中性

收盘价 (美元)	153.16
总市值/流通值 (亿美元)	351/321
52 周最高	298.99
52 周最低	64.00
近 3 个月日均成交量 (千股)	28,460

数据日期: 2025 年 8 月 13 日

资料来源: 万得, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

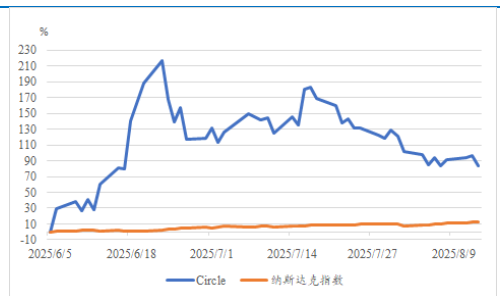
Circle 股价表现 (上市至今)



数据日期: 2025 年 8 月 13 日

资料来源: 彭博, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

Circle 相对股价走势 (上市至今)



数据日期: 2025 年 8 月 13 日

资料来源: 彭博, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

股价表现	1 个月	3 个月	12 个月
绝对回报 (%)	(25)	N/A	N/A
相对纳指回报 (%)	(30)	N/A	N/A

数据日期: 2025 年 8 月 13 日

资料来源: 彭博, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

JING YI, CFA

SFC CE No.: BRQ314

+852 2899 6747

jessiejing@guosen.com.cn

42%下降至38%。公司给出的2025财年RLDC利润率指引为36%-38%，表明管理层预期下半年分销成本压力将持续，但仍处于可控范围。

- **费用管控。**经营费用指引为4.75~4.9亿美元，低于市场预期，表明公司在扩张中注重运营效率。
- **多元化收入战略。**公司在降息周期风险、高渠道分成压力下积极拓展非利息收入，其他收入指引7500-8500万美元，符合市场预期。

配售计划引发市场担忧

- **财报后股价温和上涨。**二季度财报公布后，Circle股价于当地时间周二（8月12日）小幅收涨1.3%。
- **大规模股票配售计划引发市场担忧。**随后，公司宣布大规模股票配售计划：公司与股东拟联合出售1000万股（公司发售200万股，现有股东出售800万股）。若按周二收盘价163.21美元计算，预计筹资约16.3亿美元（最终定价将于8月14日周四晚间确定）。消息公布后，公司股价于周二盘后一度急挫超6%。投资者尚未完全消化财报利好，管理层即宣布售股，引发负面情绪。尤其令市场不安的是，现有股东出售的800万股远超公司发行量，加剧了投资者对内部人士套现的担忧。受此影响，公司股价周三（8月13日）收盘下跌6.15%。
- **短期波动，长期前景未改。**我们认为，配售计划或导致股价短期波动，但长期仍看好稳定币市场的高增长潜力及Circle的合规优势。

风险

超预期降息；分销成本高企；稳定币行业竞争加剧；监管环境持续演变等。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: NASDAQ Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: NASDAQ Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：纳斯达克指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：纳斯达克指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体