



Company Report: Circle Internet Group (CRCL US) 中文版

公司报告: Circle Internet Group (CRCL US)

Chinese version

Hunter Zhang 张潇子骏

(852)2509 5317

hunter.zhang@gtjas.com.hk

Web3基建先锋：持续进击

- **重申“买入”评级，目标价为212.0美元。**Circle 2025年第二季度的盈利超出了我们的基本情景预期，几乎达到了我们乐观情景预期。2025年第二季度的总收入和储备资产收入同比增长53%，达到6.58亿美元，主要得益于USDC发行量的大幅增长。2025年第二季度净亏损4.82亿美元，主要由于5.91亿美元的IPO相关费用，而核心业务盈利能力保持稳定，经调整EBITDA同比增长52%，达到1.26亿美元。我们小幅调整了盈利预测，预计2025-2027年总收入增速分别为60.3%/76.7%/69.5%，净利润增速分别为88.9%/102.5%/102.7%。我们仍然看好Circle的前景，我们将目标价适度下调至212.0美元（原为305.3美元），主要是由于我们小幅下调了稳定币市场规模和USDC市场份额预测，主要考虑到稳定币大规模采用仍需时间以及稳定币行业竞争趋于激烈，基于DCF估值，隐含2025-2027F市盈率分别为160.4倍/79.2倍/39.1倍。
- **稳定币市场正处于重要的扩张阶段，未来规模增长具有高确定性。**我们预计全球市场规模将在2025/2026/2027年达到3,200亿美元/6,000亿美元/1.0万亿美元。Circle的增长引擎主要来自于传统金融机构的加速进入，带来增量资金流和跨境支付等高频应用场景。我们建议投资者密切关注Circle在三个关键领域的持续进展：1）全球合规基础设施建设；2）CPN等核心基础设施的技术研发；以及3）机构级产品创新与战略扩展，这将决定Circle的长期价值创造潜力。
- **Circle在稳定币领域已建立的竞争壁垒超出市场普遍预期：我们认为具体体现在：1）合规优先：**USDC已在美国、欧盟、日本等主要市场获得监管批准，其合规与风控团队规模仅次于研发团队，构成了显著的合规护城河；**2）生态中立性：**通过避免与特定商业生态挂钩，USDC已被Coinbase、币安等竞争平台采用。这种中立的定位使其在Web2传统生态和Web3原生数字生态中都拥有先天扩张优势；**3）技术领先：**跨链互操作性解决方案和Circle支付网络（CPN）等创新基础设施为机构用户提供了完整的区块链金融服务栈。我们认为，这些优势将继续迅速构建网络效应护城河，使Circle未来在Web3原生数字生态中形成一定的“铸币权”。
- **催化剂：**1）稳定币市场蓬勃发展；2）监管机构对稳定币的接受度；3）现实世界资产（RWA）和加密货币市场加速增长。
- **风险：**1）监管收紧；2）稳定币竞争加剧；3）稳定币渗透低于预期。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

US\$212.00

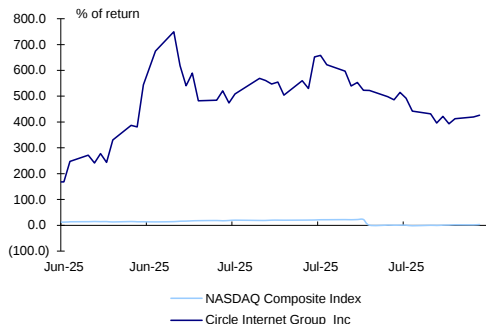
US\$305.30

Share price 股价:

US\$163.210

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	N/A	N/A	N/A
Rel. % to NASDAQ Index 相对纳指变动 %	N/A	N/A	N/A
Avg. share price (US\$) 平均股价 (美元)	187.3	176.7	176.7

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End 年结	Turnover 收入	Net Profit 股东净利	EPS 每股净利	EPS 每股净利变动	PER 市盈率	BPS 每股净资产	PBR 市净率	DPS 每股股息	Yield 股息率	ROE 净资产收益率
12/31	(US\$ m)	(US\$ m)	(US\$)	(△%)	(x)	(US\$)	(x)	(US\$)	(%)	(%)
2023A	1,450	268	0.950	n.a.	171.8	1.525	107.0	n.a	n.a	46.9
2024A	1,676	156	0.330	(65.3)	494.6	2.564	63.7	n.a	n.a	18.0
2025F	2,687	294	1.322	300.6	123.5	3.895	41.9	n.a	n.a	20.0
2026F	4,750	596	2.677	102.5	61.0	6.596	24.7	n.a	n.a	22.2
2027F	8,053	1,207	5.426	102.7	30.1	12.076	13.5	n.a	n.a	22.2
Shares in issue (m) 总股数 (m)				222.5	Major shareholder 大股东				IDG Capital	10.1%
Market cap. (US\$ m) 市值 (US\$ m)				37,153.1	Free float (%) 自由流通比率 (%)					39.6
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				N/A						
52 Weeks high/low (US\$) 52 周高/低 (US\$)				298.990 / 64.000						

Source: the Company, Guotai Junan International.

13 August 2025

1. Circle 与稳定币：投资者应关注的十大关键问题

问题 1：如何评估稳定币市场的潜在规模及增长前景？

我们认为，稳定币市场正处于结构性增长的导入期阶段，未来规模扩张具备高度确定性。从需求端来看，Web3 原生数字生态的扩容（Web3 的链上需求）、跨境支付效率提升的诉求（Web2 的传统需求），以及传统金融机构加速采用区块链结算网络提升效率（Web2 进入 Web3 链上的需求），共同构成了行业发展的核心驱动力。供给端方面，监管框架的逐步完善为合规运营扫清障碍，主流发行方在储备透明度和跨链互操作性上的持续投入进一步强化了市场信心。尽管短期可能面临技术迭代和局部监管的不确定性，但稳定币作为连接传统金融与数字生态的关键基础设施已得到充分验证。随着更多机构级应用场景的落地，市场将进入加速渗透阶段。我们对稳定币市场增长前景保持乐观，不过目前由于增长全面爆发点未至，我们小幅下调此前的预测，预计稳定币市场规模将在 2025F/2026F/2027F 分别达到 3,200 亿美元/ 6,000 亿美元/ 1.0 万亿美元的规模。

问题 2：稳定币迅速增长面临哪些关键挑战？

我们认为，稳定币目前的规模化发展仍面临一些结构性挑战，主要体现在应用场景拓展与传统金融体系融合两大维度。在应用场景方面，虽然资产代币化（如股票、债券及非标产品）的长期潜力明确，但大规模商业化落地仍需克服技术标准不统一、流动性分层等现实瓶颈，这一演进过程可能比市场预期更为渐进。在**传统金融接纳度**方面，核心矛盾在于如何平衡去中心化理念与现有金融监管框架的兼容性。当前阶段，稳定币要获得主流投资者信任，仍需依托传统金融基础设施（如托管、合规审计、交易所、结算中心等）作为信用背书，这意味着 Web3 的创新应用必须与 Web2 的成熟规则实现深度嵌套。即便部分传统资产已完成链上映射（如货币基金型代币），部分产品设计和收益仍缺乏差异化吸引力，反映出市场尚未找到突破“存量替代”产品的创新价值。这一过渡期或将持续至**监管完善**与机构深度参与从而形成正向循环。

问题 3：支付场景能否成为稳定币大规模应用的首个突破口？

我们认为，尽管稳定币在支付领域展现出显著的效率优势，但其大规模应用可能不会最先在这一场景实现。稳定币的核心价值主张在于解决加密市场的波动性问题，其诞生初衷并非针对支付场景。虽然理论上稳定币能够为跨境支付等场景带来成本节约和效率提升，但支付场景的规模化落地需要买卖双方形成广泛共识，这一网络效应的建立需要较长时间的培育。当前阶段，稳定币在原生数字生态（如数字资产交易、DeFi）中的应用深度和接受度远高于传统支付场景。根据公开的数据，目前**超过 90% 的稳定币应用是在投资与交易领域，而非支付领域**。我们认为，支付领域的突破更可能发生在稳定币先在其他高频场景（如 Web3 数字资产生态、社交或内容平台）**建立足够用户基础之后**，届时其支付功能将作为自然延伸而水到渠成。

问题 4：传统金融机构加速入局意味着什么？

随着《天才法案》的正式落地，传统金融机构参与的步伐加快，这一趋势正在重塑稳定币行业的发展轨迹。例如，Circle 支付网络（CPN）与 Standard Chartered 和 Deutsche Bank 等全球系统重要性银行合作，标志着主流金融对稳定币基础设施的认可迎来了重大转折点。这种机构不断参与的动能建立在 Circle 多年的合规基础设施建设基础之上，这是后来者难以快速复制的竞争护城河。从发展阶段来看，当前稳定币市场与 20 世纪 90 年代互联网商业化初期的特征高度相似：1）基础设施快速完善（如公链技术、跨链互操作性提升）；2）应用场景持续拓展（从交易结算向 RWA 等领域延伸）；3）机构参与度陡峭上升，BlackRock、Franklin Templeton 在代币化基金领域的布局，以及 JPMorgan 在区块链结算网络的投入，共同验证了这一趋势。这些因素共同表明稳定币正在从专门的加密工具发展成为主流金融基础设施不可或缺的组成部分。**我们认为这些传统金融机构的入局将成为未来 Web3 生态最大的推动力。**

问题 5：稳定币未来大规模应用可能的路径是什么？

我们预计稳定币的规模化采用将经历不同的阶段。首先，随着更多用户进入数字资产市场，稳定币在原生 Web3 生态内扩张，同时机构通过 RWA 代币化和 B2B 支付实现早期规模化应用。随着基础设施的成熟，机构采用将显著加速，传统金融将进一步拥抱区块链结算并扩大代币化资产的发行。最终，大规模应用可能进一步通过面向消费者的应用实现，特别是在社交和支付场景中，例如类似微信红包的病毒式应用模式，将稳定币的应用带入主流受众。通过这些阶段，稳定币的应用将从小众市场扩展到主流市场，机构的采用将为最终的消费级应用创造必要的基础设施。

问题 6：如何理解 USDC 的核心竞争优势？

我们认为，USDC 的市场领先地位主要建立在两大关键支柱之上：合规性与平台中立性，将创造比市场预期更为牢固的竞争护城河。在合规维度，USDC 通过持续投入监管合规建设，成功获得了传统金融机构的信任基础，这是吸引传统机构资金大规模流入的必要条件。Circle 在合规团队和制度建设方面重投入，Circle 的合规与风控团队员工数仅次于研发人员，使其能够满足全球主要司法辖区的监管要求，构建了较高的行业准入门槛。合规不是一蹴而就的，而是多年持续努力的结果，并且与不断变化监管政策紧密保持一致。在中立性方面，USDC 避免了与特定商业生态的绑定，使其能够被更广泛的市场参与者接受，包括交易所、DeFi 协议等各类应用场景。相比之下，由单一商业实体发行的稳定币往往因被认为存在利益冲突而面临使用场景受限的问题。这两大优势共同构成了 USDC 长期发展的护城河，也是其能够在竞争日益激烈的稳定币市场中保持领先地位的关键因素。难以复制的合规基础设施和真正的平台中立性的结合创造了独特的防御地位，竞争对手在中短期内将难以复制。

问题 7：投资者如何看待 Circle 的支付网络 CPN？

我们认为，CPN 在短期内难以颠覆 SWIFT 等传统支付网络，但其长期发展潜力十分可观。CPN 仍处于非常早期的阶段，作为基于区块链的新型支付基础设施，其差异化优势主要体现在特定场景的效率提升，尤其是高成本跨境汇款领域。目前 CPN 已成功吸引多家国际金融机构参与，这一进展验证了其在合规架构和设计运行上的可行性。从竞争格局角度分析，CPN 将呈现场景分化特征：在成熟市场（如欧美），其初期更可能作为 SWIFT 网络的补充而非替代；但在传统支付基础设施薄弱的场景，CPN 凭借 USDC 的流动性和区块链的结算效率，有望率先实现突破。长期来看，随着 USDC 网络效应的持续增强，CPN 可能演变为连接传统金融与加密生态的重要枢纽，但其市场渗透速度将取决于监管适应性和商业生态的协同发展。这意味着随着基础设施的成熟，CPN 在支付领域的扩展潜力将逐步显现，具有战略价值。

问题 8：如何定义 Circle 在 Web3 生态中的战略定位？

我们认为 Circle 正在构建 Web3 金融基础设施的三重核心价值：首先，作为 Web3 的基础设施提供商，Circle 通过 USDC 为整个数字生态提供最关键的流动性基础设施，在 Web3 生态中扮演主导型“现金”角色。其次，随着网络效应的持续增强，USDC 将逐步演变为 Web3 世界的流动性枢纽，形成类似 Visa 的支付协议层价值，成为连接各类区块链应用的标准通道。最后，通过开发者工具和合规框架，Circle 正在构建机构级入口能力，从纯粹的稳定币发行者转型为传统资本进入数字生态的主要门户。这些战略使 Circle 在 Web2 金融和 Web3 创新的交汇处占据了独特的地位。

问题 9：稳定币赛道竞争激烈，Circle 如何维持市场份额？

我们认为，Circle 的竞争优势的牢固程度超出市场的预期。Circle 的市场护城河建立在三个关键维度上，这些维度共同构成了新进入者难以逾越的竞争壁垒：首先，合规优先已形成显著的壁垒。Circle 通过持续投入全球合规布局，已建立起完整的监管牌照体系，这一基础设施难以快速复制。相比之下，虽然 USDT 在原生 Web3 生态占据较大份额，但随着 Web2 机构资金加速进入数字资产领域，更高的透明度和合规标准将成为刚需，这正是 Tether 的短板。其次，平台中立性创造了独特的网络效应。与科技公司或银行发行的生态绑定型稳定币不同，USDC 作为 Web3 原生的中立基础设施，能够无缝接入各类去中心化应用和交易平台。这种无倾向性的定位使其获得了整个加密生态的默认采用，形成了类似互联网 TCP/IP 协议的基础层价值，而 PayPal 等推出的生态绑定型稳定币（如 PYUSD）难以突破这一壁垒。此外，Circle 成功实现了 Web2 合规性与 Web3 跨界融合能力。传统金融机构受制于创新者困境，难以将稳定币业务与传统业务解耦；而新兴加密原生项目又缺乏必要的合规基础。Circle 独特的跨界定位使其能够同时满足机构投资者的合规要求和加密开发者的技术需求，这种平衡能力在当前市场环境下具有不可替代性。我们依然认为，真正的稳定币主流化必须建立在成为 Web3 原生基础设施的基础上，而不仅仅是传统支付工具的区块链化。

问题 10：如何看待 Circle 高企的分发成本？

我们认为，应当以战略性的发展视角来看待 Circle 当前的分发成本问题，认识到在稳定币领域建立网络效应需要在建立用户基础和流动性深度方面进行大量前期投入。历史经验表明，从亚马逊到 Uber，平台型企业在扩张初期都经历了高投入阶段，这是构建竞争壁垒的必要过程。值得注意的是，Circle 在推动网络效应的同时仍保持了整体盈利，这反映出其商业模式的韧性。随着 USDC 应用场景的多元化，我们预计分销成本占比将自然下降：一方面，规模效应将摊薄单位获客成本；另一方面，分发渠道的丰富将降低对单一分销伙伴的依赖。更重要的是，当 USDC 的流动性和使用广度达到临界规模后，其作为 Web3 基础货币的地位将产生自我强化的网络效应，届时 Circle 将掌握更大的定价主动权。我们建议投资者关注 Circle 在基础设施建设和合规布局方面的持续投入，这些才是决定其长期价值的核心要素。当前的分销策略本质上是为获取未来市场主导地位的必要投资，而非结构性弱点。暂时的成本状况反映了必要的市场建设投入，早期一旦形成规模可创造持久优势。

催化剂：1）稳定币市场蓬勃发展；2）监管机构对稳定币的接受度；3）RWA 和加密货币市场加速增长。

风险：1）监管收紧；2）稳定币竞争加剧；3）稳定币渗透低于预期。

财务报表及比率

损益表						资产负债表					
Year end 31 Dec (USD\$ m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	Year end 31 Dec (USD\$ m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Total Revenue	1,450	1,676	2,687	4,750	8,053	Restricted cash	4	4	5	9	15
Distribution, transaction and other costs	728	1,017	1,603	2,690	4,316	Available-for-sale debt securities	88	0	0	0	0
Gross Profit	723	659	1,084	2,059	3,737	Investments	76	84	134	237	403
Compensation expenses	296	263	436	829	1,326	Fixed assets, net	3	19	47	100	190
General and administrative expenses	100	137	190	351	608	Digital assets	11	31	51	90	153
Depreciation and amortization expense	35	51	64	124	216	Goodwill	170	170	170	170	170
IT infrastructure costs	21	27	46	76	132	Intangible assets, net	327	331	343	378	431
Marketing expenses	37	17	54	88	131	Deferred tax assets, net	0	10	10	10	10
Gain on sale of intangible assets	(22)	0	0	0	0	Other non-current assets	4	21	21	21	21
Merger termination expenses	0	0	0	0	0	Total Non-Current Assets	683	669	781	1,014	1,392
Digital assets (gains) losses and impairment	(13)	(4)	(16)	(28)	(39)						
Operating Income	270	167	309	620	1,362	Cash and cash equivalents	369	751	984	1,914	3,086
Other income and gains	49	54	83	154	258	Cash and cash equivalents segregated for corporate-held stablecoins	276	294	386	751	1,210
Profit before tax	319	222	392	774	1,620	Cash and cash equivalents segregated for the benefit of stablecoin holders	24,346	43,919	57,546	111,925	180,476
Income tax	(47)	(65)	(94)	(176)	(409)	Available-for-sale securities	152	0	0	0	0
Profit After Tax	268	156	294	596	1,207	Accounts receivable, net	2	6	6	15	18
Non-controlling Interest	0	0	0	0	0	Stablecoins receivable, net	23	7	37	54	92
Shareholders' Profit / Loss	268	156	294	596	1,207	Prepaid expenses and other CA	147	188	269	427	644
Basic EPS (RMB)	0.950	0.330	1.322	2.677	5.426	Total Current Assets	25,314	45,165	59,228	115,085	185,527
						Total Assets	25,997	45,834	60,009	116,100	186,919
现金流量表						Accounts payable and accrued expenses	153	287	348	563	1,114
Year end 31 Dec (USD\$ m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	Obligations to return digital asset collateral	5	1	3	5	8
Net income (loss)	268	156	294	596	1,207	Deposits from stablecoin holders	24,276	43,727	57,540	112,803	181,837
Depreciation and amortization expense	35	51	42	20	9	Other current liabilities	4	16	19	28	40
Realized and unrealized (gains) losses on digital assets	(13)	(13)	(20)	(39)	(63)	Total Current Liabilities	24,438	44,031	57,909	113,399	182,999
Changes in working capital	(172)	117	(45)	43	308						
Other adjustments	23	33	0	0	0	Convertible debt, net of debt discount	58	41	41	41	41
Cash from operating activities	140	345	271	619	1,461	Deferred tax liabilities, net	20	30	30	30	30
						Warrant liability	2	2	2	2	2
Purchase of investments	(3)	(4)	(50)	(103)	(165)	Other non-current liabilities	9	21	21	21	21
Capitalization of software development costs	(33)	(39)	(53)	(51)	(57)	Total Non-Current Liabilities	88	93	93	93	93
Purchase of long-lived assets	(1)	(18)	(28)	(49)	(85)	Total Liabilities	24,526	44,124	58,002	113,492	183,092
Other adjustments	8,546	248	0	0	0						
Cash from investing activities	8,510	186	(131)	(204)	(306)	Class A common stock	0	0	0	0	0
						Treasury stock	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Net changes in deposits held for stablecoin holders	(20,322)	19,452	13,812	55,263	69,034	Preferred stock	1,131	1,140	1,140	1,140	1,140
Purchase of treasury stock	(9)	0	0	0	0	Additional paid-in capital	1,723	1,793	1,786	1,797	1,795
Proceeds from exercise of stock options	1	2	0	0	0	Accumulated deficit	(1,386)	(1,223)	(929)	(333)	874
Other adjustments	0	(4)	0	0	0	Accumulated comprehensive income	5	4	13	8	21
Cash from financing activities	(20,330)	19,450	13,812	55,263	69,034	Total Shareholders' Equity	339	571	867	1,468	2,687
						Minority Interest	0	0	0	0	0
Net changes in cash	(11,681)	19,981	13,953	55,678	70,189	Total Equity	339	571	867	1,468	2,687
Cash at beg of year	36,674	24,994	44,968	58,921	114,598						
FX and other adjustments	1	(7)	0	0	0						
Cash at end of year	24,994	44,968	58,921	114,598	184,787						
财务比率											
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F						
Gross margin (%)	49.8	39.3	40.3	43.4	46.4						
Admin expense to revenue (%)	6.9	8.2	7.1	7.4	7.6						
Operating profit margin (%)	18.6	10.0	11.5	13.1	16.9						
Net margin (%)	18.4	9.3	10.9	12.5	15.0						
ROE (%)	46.9	18.0	20.0	22.2	22.2						
ROA (%)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3						
Basic EPS	1.0	0.3	1.3	2.7	5.4						

资料来源: 公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”) 对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com