

买入

2025 年 11 月 12 日

Circle 如何驾起传统金融与数字资产的桥梁？

► **合规稳定币龙头向综合平台转型：**Circle 作为全球领先的合规稳定币发行商及区块链金融基础设施构建者，正处于从单一产品提供商向综合平台服务商转型的关键阶段。公司核心商业模式清晰，通过发行美元稳定币 USDC 获取储备利息收入，并积极拓展平台服务实现收入多元化。在当前数字资产与传统金融加速融合的背景下，公司凭借其显著的合规优势、强大的生态合作伙伴网络以及前瞻性的技术布局，已建立起坚实的竞争壁垒。

► **短中长期投资价值逻辑清晰：**从投资逻辑来看，公司的价值主张呈现清晰的三个层次。短期而言，投资看点集中于 USDC 流通量的持续增长及其在主要交易平台份额的稳步提升，这将直接驱动储备利息收入的增长。与此同时，美联储利率政策虽存在不确定性，但当前相对较高的利率环境仍在短期内为公司提供了可观的利差收益。中期视角下，投资者应重点关注平台服务的规模化进展，特别是 Circle 支付网络（CPN）的机构采用率、跨链传输协议（CCTP）的交易量贡献以及 Arc 区块链测试网的进展。这些指标的积极表现将验证公司收入多元化的能力，并可能带来估值逻辑的重构。长期投资价值则取决于公司能否成功实现其全球金融结算层的愿景，这包括在现实世界资产（RWA）代币化领域的深度布局以及构建完整的区块链金融生态系统。

► **首次覆盖给予“买入”评级，目标价 125.00 美元：**我们认为市场目前对 Circle 的估值存在双重低估。首先，市场过度关注短期利率波动对储备收入的影响，而低估了公司平台业务带来的收入多元化和估值重构潜力。其次，市场尚未充分定价 Circle 在合规稳定币领域的龙头地位所带来的网络效应，这种效应将随着 USDC 在跨境支付、DeFi 和传统金融场景中的加速渗透而日益凸显。从投资时间维度来看，Circle 为投资者提供了清晰的催化路径。短期而言，公司平台业务收入的加速增长和 USDC 流通量的持续扩张将成为股价的主要催化剂。中期来看，Arc 区块链主网上线和 Circle 支付网络在全球范围内的拓展将验证公司向区块链金融基础设施提供商的转型成果。长期视角下，公司在现实世界资产代币化领域的布局有望打开新的增长天花板。基于 DCF 估值分析，Circle 当前 98.30 美元的股价相较于 125.00 美元的内在价值存在显著折价。我们首次覆盖 Circle Internet Group，给予“买入”评级，目标价 125.00 美元较前一收盘价有约 27% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

► **风险因素：**利率波动、Coinbase 依赖症、竞争压力。

金煊

852-25321960

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	金融科技
股价	98.30 美元
目标价	125.00 美元 (+27%)
股票代码	CRCL
已发行股本	2.31 亿股
总市值	226.65 亿美元
52 周高/低	298.99 美元/64.00 美元
每股账面价值	10.37 美元
主要股东	General Catalyst Group Management (8.69%) Jeremy Allaire (7.23%) FMR (5.94%) IDG (5.71%) Breyer Capital (5.63%)

表：盈利摘要

盈利摘要					
截至12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总收入（百万美元）	1450.47	1676.25	2660.63	3105.33	4302.15
变动	87.87%	15.57%	58.72%	16.71%	38.54%
净利润	267.56	155.68	-355.33	215.93	519.96
变动	-134.80%	-41.82%	-328.25%	-160.77%	140.81%
每股盈利（美元）	0.95	0.33	-2.35	0.93	1.93
变动	-105.76%	103.13%	2682.94%	16.55%	19.30%
P/S 98.30 美元	-	-	8.01	8.36	6.15

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

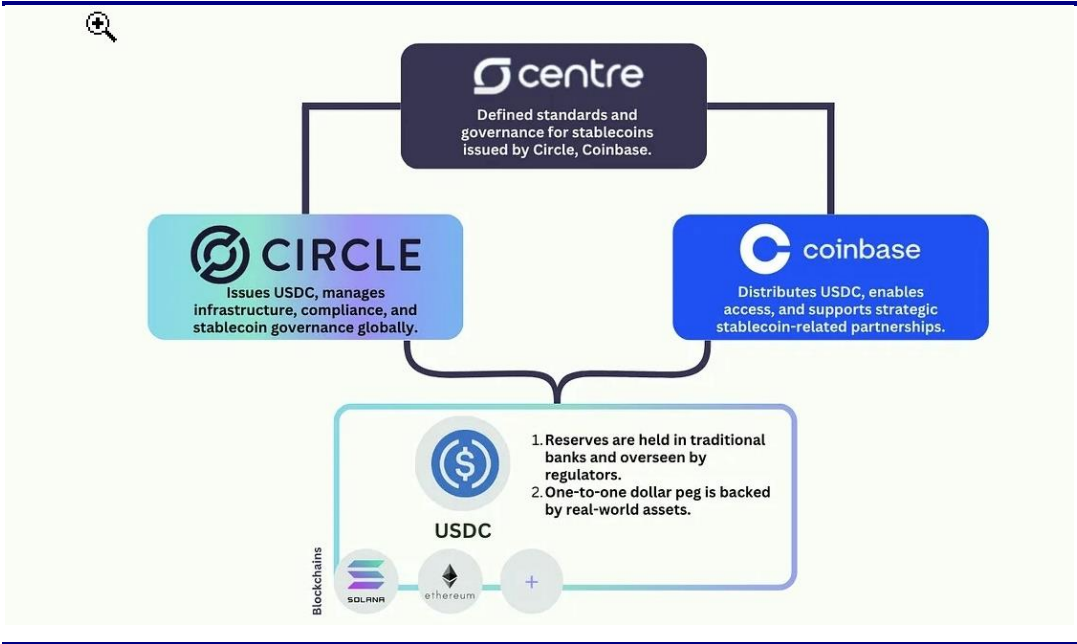
公司业务与行业背景

从支付愿景到金融基础设施的构建者

Circle 在数字资产浪潮中不断洞察趋势、精准调整航向

公司由 Jeremy Allaire 和 Sean Neville 于 2013 年共同创立，最初怀抱的是革新消费者点对点支付技术的愿景。随着对区块链技术潜力的理解日益深刻，Circle 的管理层敏锐地捕捉到机构级金融基础设施的巨大缺口，从而在 2018 年与加密货币交易所巨头 Coinbase 联手，推出了其命运转折性的产品——美元稳定币 USD Coin，即 USDC。这一决策标志着公司全面转向为全球互联网金融体系构建底层基础平台。

图表 1：USDC governance



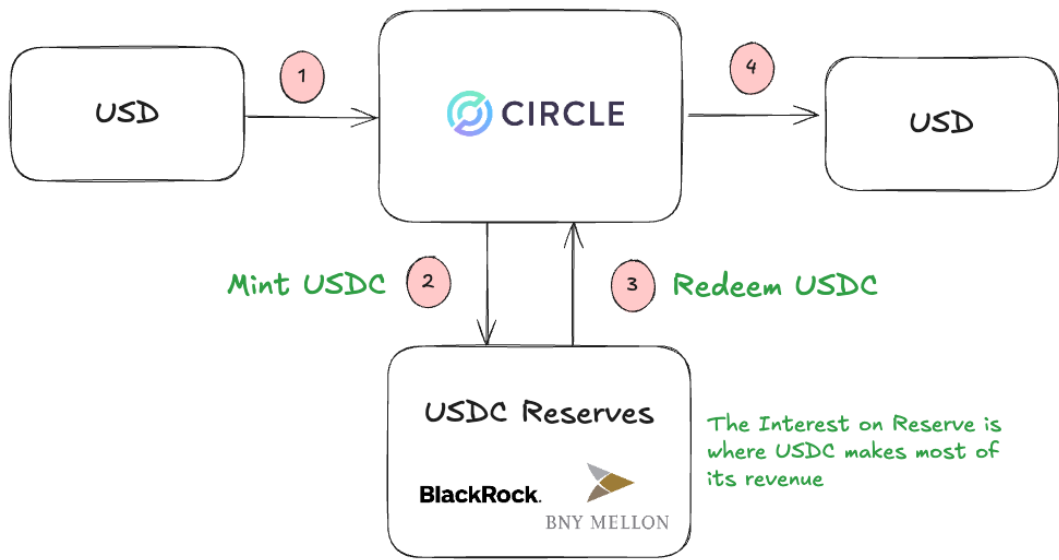
资料来源：wfintechs

2025 年 6 月 5 日，Circle 成功在纽约证券交易所上市，股票代码为 CRCL。此次 IPO 不仅是公司自身发展的分水岭，更被市场视为数字资产行业迈向主流化的重要一步。其发行过程备受瞩目，发行价从原定的 24-26 美元区间上调至最终的 31 美元，筹资约 11 亿美元，并获得超 25 倍超额认购。

双轮驱动的收入引擎与战略成本

Circle 的商业模式架构清晰，可以理解为由两个相互关联、互为补充的引擎所驱动。当前，为公司提供绝对现金流支撑的是其核心引擎——稳定币储备金的利息收入。这一模式的本质是典型的利差业务：当用户存入 1 美元法定货币时，Circle 即铸造 1 个与之等值的 USDC；与此同时，这 1 美元本金并非闲置，而是被集中投资于一个由高流动性、低风险资产构成的储备池中，主要包括现金和短期美国国债。由此产生的丰厚利息收入构成了公司营收的绝对主体，在 2024 年占比高达约 99%。值得注意的是，该业务具有显著的高度利率敏感性，其收入水平与美联储的货币政策周期紧密相连。在利率上行的环境中，储备资产的收益率随之提高，直接驱动公司营收强劲增长。

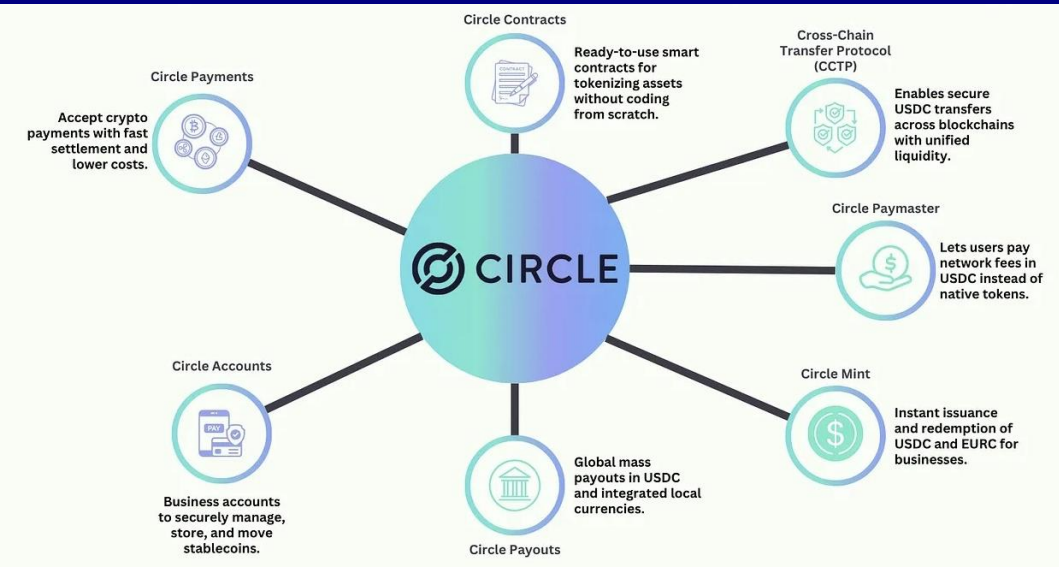
图表 2: USDC 的运作方式



资料来源: Over the Anthill

为了构建更具韧性、更可持续的长期未来, Circle 正全力培育其第二个增长引擎——平台与交易服务收入。这部分业务旨在降低对单一、周期性较强的利息收入的依赖, 并开拓利润率更高的收入来源。其具体形态包括旨在连接金融机构、利用稳定币进行高效结算的 Circle 支付网络, 允许 USDC 在不同区块链之间无缝转移的跨链传输协议, 以及一个以 USDC 作为原生交易 Gas Fee 的 Arc 区块链平台。尽管目前这部分收入规模相对较小, 但其在 2025 年第二季度实现了同比 3.5 倍的迅猛增长, 展现出巨大的发展潜力。

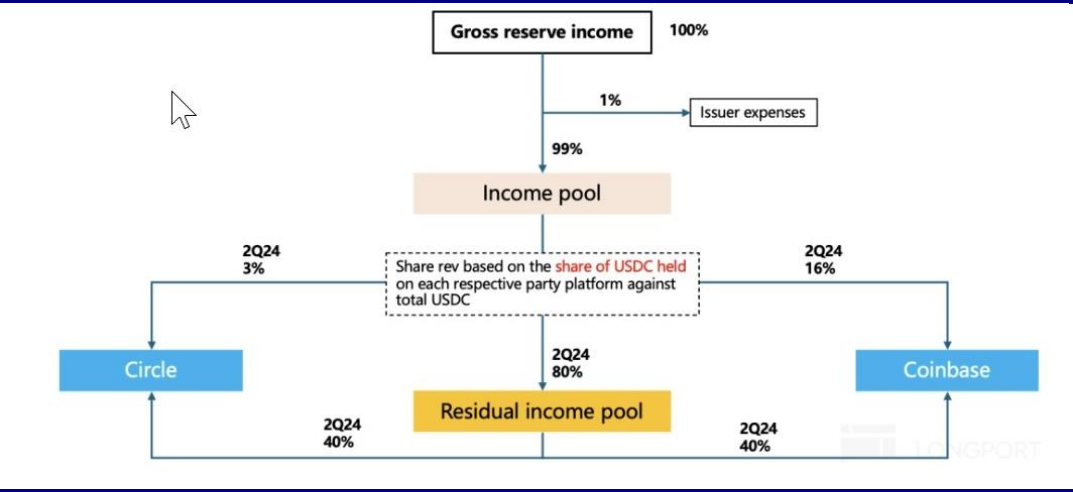
图表 3: USDC 以外的业务



资料来源: wfintechs

在成本结构方面, 一个重要的战略考量是 Circle 与其主要分销合作伙伴 Coinbase 的共生关系。根据双方协议, 对于存放在 Coinbase 平台上的 USDC, 其产生的全部利息收入归属 Coinbase; 对于平台外的 USDC, 双方则按 50:50 的比例进行分配。这一结构意味着 Coinbase 生态内留存的 USDC 规模直接影响着 Circle 的整体利润率。

图表 4：分成协议



资料来源：longport

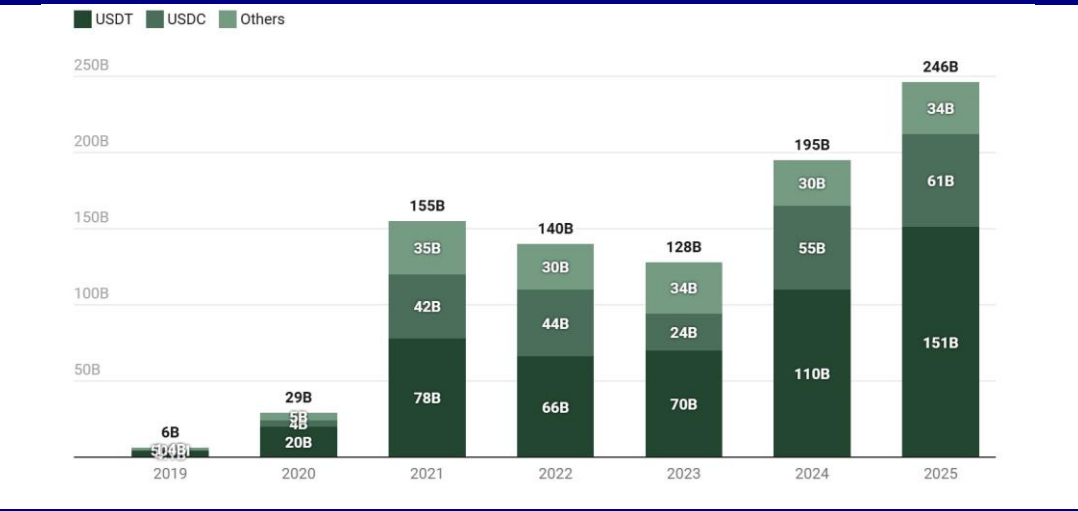
稳定币赛道的崛起、竞争与监管明晰化

稳定币有望成为未来全球价值互联网的核心基础组件，市场潜力极其广阔

稳定币作为一种锚定法定货币价值的加密货币，已经超越了早期作为简单交易媒介的范畴，迅速演进为连接传统金融与数字资产世界的关键桥梁。其应用场景正以前所未有的速度拓宽，从最初的加密货币交易，大规模扩展至跨境支付、去中心化金融以及现实世界资产代币化等多个前沿领域。

在这样一个高速增长赛道中，竞争格局也日趋明朗。当前，Circle 的 USDC 与龙头 USDT 形成了鲜明的差异化定位。Tether 凭借其先发优势和极高的市场流动性占据了最大的交易量份额。然而，Circle 的 USDC 则选择了另一条路径，将其核心优势构筑在监管合规性与储备透明性之上。USDC 的储备资产严格限定为现金和短期美国国债，这与 Tether 历史上曾因投资商业票据等资产而引发争议的情况形成强烈对比。这种对合规与透明的坚持，使得 USDC 在机构投资者和受严格监管的传统金融机构中赢得了广泛的信任。

图表 5：稳定币市场规模



资料来源：Over the Anthill、Statista、CoinMarketCap

清晰的监管规则提供了确定的发展环境以及构筑起强大的先发优势护城河，使后来者难以在短期内逾越其合规壁垒

全球范围内对稳定币的监管正从探索阶段迅速走向框架明晰化。美国《GENIUS 法案》的推进、欧盟《加密资产市场法案》的实施，以及香港《稳定币条例草案》的出台，都标志着这一新兴资产类别正被系统地纳入正式的金融监管体系。这一监管演进趋势，对于像 Circle 这样从一开始就采取“监管优先”策略、积极拥抱合规并已持有美国、欧盟等多个关键司法管辖区金融牌照的公司而言，构成长期利好。

图表 6: Circle vs Tether

	Circle (USDC)	Tether (USDT)
优势	监管合规性、储备透明性	先发优势、极高的流动性
储备资产	现金和短期美国国债	包含商业票据、比特币等
监管态度	积极，持有美国FinCEN、欧盟EMI等重要牌照	相对不透明，曾面临监管审查

资料来源：第一上海整理

高管团队

Circle 的领导层由经验丰富的专业人士组成，他们在金融、科技和法律领域有着深厚的背景。

图表 7: 核心管理层

职位	姓名	主要职责与背景
董事长兼首席执行官	Jeremy Allaire	公司的联合创始人，全面负责公司的战略和运营。
董事兼联合创始人	Patrick Sean Neville	公司联合创始人。
高管	Fox-Geen Jeremy	担任公司高管职务。
高管	Nikhil Chandhok	担任公司高管职务。
高管	Heath Tarbert	担任公司高管职务。
高管	Tamara L Schulz	担任公司高管职务。
高管	Hossein Razzaghi	担任公司首席商务官（CCO）。
亚太区战略与公共政策副总裁	David A. Katz	负责亚太地区的战略规划和公共政策事务。

资料来源：公司资料，第一上海

除了核心管理层，近期的一些人事任命和团队建设也反映了 Circle 的战略重点

加强 Arc 区块链法律合规

拓展北美亚市场业务

近期人事与战略动向

2025 年，硅谷资深产品领袖 Bradley Horowitz 加入 Circle 董事会。他曾在雅虎和谷歌担任重要产品职位，他的加入被期待能帮助推动 Circle “互联网经济新基础设施平台”的建设。

公司在 2025 年 10 月为旗下的 Arc 区块链网络设立了“首席法律顾问”一职。这个职位需要一位拥有 12 年以上金融科技或区块链领域法律经验的专家，负责确保 Arc 网络在全球复杂监管环境下的合规运营。这表明公司将 Arc 区块链的发展置于高度合规的框架内。

2025 年 10 月，Circle 开始招募负责北美亚业务开发的高级总监。该职位需要具备 10 年以上在北美亚地区销售金融科技产品的经验，精通普通话，并且需要拥有当地受监管金融服务实体的负责官员经验。这显示了 Circle 在该区域进行深度市场开拓的决心。

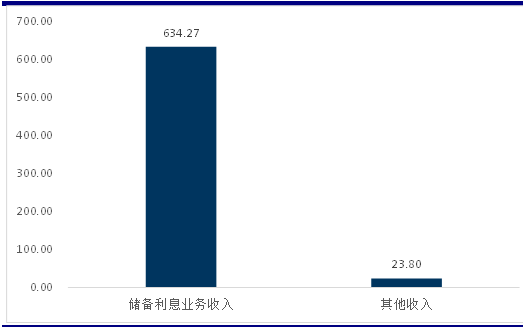
商业模式与财务分析

双轮驱动的收入引擎

Circle Internet Group 的商业模式展现出了数字资产与传统金融的独特融合，其核心是建立在稳定币生态基础上的双轮驱动架构。这一模式既包含了类似传统金融机构的利差收入特性，又融合了科技公司的高增长平台服务潜力，形成了独特的价值创造机制。公司通过发行合规稳定币 USDC，在数字货币世界与传统金融体系之间架起了一座桥梁，而这座桥梁本身正在演变为一个多层次的金融基础设施。

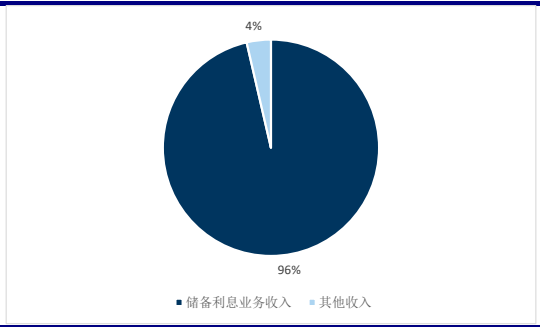
储备利息收入构成了 Circle 商业模式的基石，其运作机制体现了金融工程的精密设计。当用户存入美元以兑换 USDC 时，这些资金被纳入一个高度专业化的资产管理框架。Circle 与全球顶尖资产管理公司贝莱德合作建立的“Circle 储备基金”将资金主要配置于期限在三个月以内的美国国债、隔夜回购协议以及存放在联邦保险银行账户的现金。这种严格的资产配置策略不仅确保了储备金的极高安全性和流动性，更在当前的利率环境下创造了可观的收益。根据 2025 年第二季度的财务数据，该部分收入达到 6.34 亿美元，占据总营收的 96.4%，其规模直接受到两个关键变量的影响：USDC 的市场流通量决定了可投资基础资产规模的上限，而美联储的利率政策则直接影响资产收益率水平。这种双重依赖性使得该业务同时具备了加密货币市场的增长特性和传统金融的周期性特征。

图表 8：25Q2 营收（\$M）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 9：25Q2 营收占比



资料来源：公司资料，第一上海

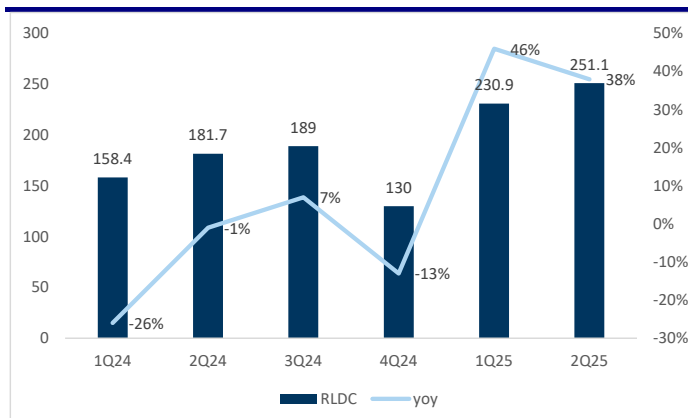
在储备利息业务之外，Circle 正在精心培育其第二增长曲线——交易与平台服务生态系统。这一生态由多个相互支撑的组件构成：跨链传输协议作为技术核心，解决了不同区块链网络间资产流动性的根本痛点；Circle 支付网络则瞄准了价值数万亿美元的跨境支付市场，为传统金融机构提供了基于区块链的清算结算替代方案；而 Arc 区块链平台则试图构建一个以 USDC 为原生 Gas Fee 的开发者生态，推动去中心化应用的繁荣。尽管这部分收入目前仅贡献总营收的 3.6%，但其同比 352% 的增速展现了巨大的发展潜力。更重要的是，这些服务形成了强大的网络效应——每增加一个使用 CCTP 的区块链，就增强了整个跨链网络的价值；每接入一个支付网络参与者，就提高了网络对所有用户的吸引力。

25Q2 财务表现

Circle 在 2025 年第二季度的营收为 6.58 亿美元、同比增长 53%，驱动这一增长的核心是 USDC 流通量近乎翻倍，达到 613 亿美元，使得储备利息收入同比增长 50%至 6.34 亿美元。这种流通量的倍增既得益于加密货币市场整体的复苏，也反映了 USDC 在合规性方面的竞争优势得到进一步巩固。然而，在营收高增长的同时，净亏损达到了 4.82 亿；其中 4.24 亿美元的股权激励费用和 1.67 亿美元的可转换债务重新估值费用都属于 IPO 过程中的非现金、非经常性项目。若剔除这些特殊因素，调整后的 EBITDA 达到 1.26 亿美元，利润率为 50%，这一指标更真实地反映了核心业务的盈利能力。

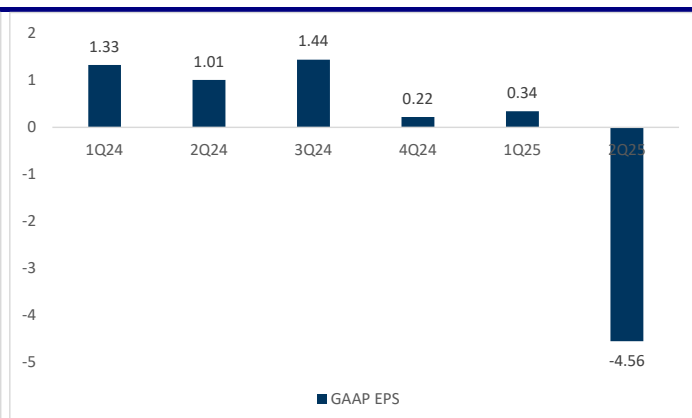
与 Coinbase 的分成协议构成了结构性的利润压力。随着存放在 Coinbase 平台上的 USDC 比例上升，公司的分销成本占储备金收入的比例已从 2022 年的 39% 攀升至 2025 年第二季度的 64%。这一结构性因素对 Circle 的利润率形成了持续压力，也促使公司加速推进“去 Coinbase 依赖”战略，通过发展自有平台服务来优化利润结构。从资产负债表角度看，公司持有约 20 亿美元现金及等价物，同时承担着因储备金管理而产生的 17 亿美元负债，这些负债完全由高质量的流动资产覆盖，财务结构稳健。

图表 10: RLDC (\$M) 和 yoy 增速



资料来源：公司资料，第一上海

图表 11: GAAP EPS (\$)



资料来源：公司资料，第一上海

Circle 的增长战略与未来路径

增长战略：分阶段、多层次的演进路径

Circle 的增长战略呈现出清晰的阶段性特征，从短期市场渗透到长期基础设施构建，形成了层层递进的演进路径

在短期战略层面，Circle 正聚焦于未来 12 个月内的市场份额扩张与用户体验优化。公司计划通过有针对性的分销补贴和激励机制，将 USDC 在主要交易平台的市占率从当前的 22% 提升至 30%。这一目标需要通过优化与交易所合作伙伴的收入分成协议，激励平台优先推广 USDC 来实现。与此同时，公司正积极推出“一键兑换”功能，简化用户购买和赎回 USDC 的流程，显著降低使用门槛。在监管层面，Circle 充分利用《GENIUS 法案》带来的机遇，为 USDC 发行专门的“合规认证”标签，这一举措将有效吸引那些将合规视为首要考量的机构客户。公司还通过积极参与全球监管框架的制定，为 USDC 在关键市场的扩张铺平道路。在财务层面，Circle 依靠短期美国国债的高收益率维持利息收入的稳健增长，为中长期战略投入提供必要的资金支持。

进入中期发展阶段，Circle 的战略重心将转向生态系统的深度构建与应用场景的多元化拓展。公司计划在未来 1-3 年内大力推动稳定币在传统金融领域的深度渗透，其中 Circle 支付网络的快速扩张将成为关键驱动力。该网络在开通香港、巴西等首批跨境支付走廊的基础上，正加速向全球主要市场扩展，目标连接超过 100 家金融机构，实现 B2B 跨境支付的即时结算。与此同时，公司通过与德意志交易所集团等传统金融巨头的合作，将 USDC 深度整合到现有金融基础设施中，涵盖证券结算、贸易融资等多个场景。在平台服务方面，Circle 正着力构建开发者生态系统，通过提供统一的 USDC 余额管理和跨链流动性工具，吸引大量企业采用其 API 服务。为应对潜在的利率下行风险，公司推出了代币化货币市场基金 USYC，这一创新产品不仅符合美国相关监管要求，更为公司提供了对抗利率波动的有效工具。

公司的战略核心在于实现从单一的稳定币发行商向全球互联网金融基础设施构建者的根本性转型

从长期视角来看，Circle 致力于在 3-5 年乃至更长时间内重构全球金融基础设施的基本架构。这一宏伟愿景的核心支撑是 Arc 区块链的全面发展，该专为稳定币金融设计的底层设施将以 USDC 作为原生 Gas 代币，专注于支付、外汇和资本市场等核心金融场景。随着 Arc 测试网在 2025 年秋季推出及主网在 2026 年上线，这一基础设施将逐步承担起机构间大额资金流动的结算功能。在应用层面，Circle 积极拥抱现实世界资产代币化的趋势，计划在 USYC 基础上推出高等级债券、商业票据等多元化的代币化基金产品，将 USDC 的应用场景从单纯的支付媒介扩展至价值存储和投资载体。通过 CCTP 协议实现的多链互联互通，以及与传统金融基础设施的深度融合，Circle 最终目标是构建一个以数字美元为核心的全球金融结算网络。

总体而言，Circle 的增长战略本质上是通过“网络效应+合规优势”的双轮驱动实现业务飞轮的持续加速。USDC 流通量的持续增长将吸引更多生态参与者加入，进而推动平台服务收入的快速上升，而平台服务的成熟又将进一步强化 USDC 的实用价值，形成良性循环。这一战略的成功执行取决于三个关键要素：USDC 能否在竞争激烈的市场中持续提升份额；Arc 区块链能否如期成为机构级结算层；平台服务能否在预期时间内贡献显著收入。

盈利预测与估值

短期承压与长期增长潜力

我们的盈利预测模型建立在三个关键驱动因素之上：USDC 流通量的增长轨迹、利率环境的变化趋势，以及平台新业务的拓展速度。在营收方面，储备利息收入将继续占据主导地位，其规模直接取决于 USDC 流通量与短期利率的乘积。我们预计，在跨境支付和数字资产结算需求持续增长的推动下，USDC 流通量将保持稳健增长。同时，我们对未来三年的利率环境进行了中性假设，预计将呈现缓慢下行的态势。平台服务收入虽然目前占比较小，但其增长动能强劲，特别是跨链传输协议和 Circle 支付网络的采用率正在快速提升。

在成本结构方面，我们重点关注与 Coinbase 等分销伙伴的收入分成协议对利润率的挤压效应。随着公司生态系统的完善和自有渠道的拓展，我们预期这部分成本占总收入的比例将逐步优化。基于上述假设，我们构建了未来三年的盈利预测模型。模型显示，公司将在 2026 年实现扭亏为盈，并进入利润加速释放阶段。这一转变主要得益于平台服务收入占比提升带来的毛利率改善，以及规模效应下运营费用的有效控制。

基于对 Circle 业务模式和发展前景的深度分析，我们采用现金流折现法对公司进行估值。考虑到公司正处于高速增长阶段，传统的市盈率估值法难以准确反映其长期价值，而 DCF 模型能够更好地捕捉其未来自由现金流的增长潜力。

关键参数设定如下：加权平均资本成本为 10.30%，这反映了公司作为区块链金融科技企业的特定风险特征；永续增长率为 2.0%，这一相对保守的假设与成熟企业的长期增长预期相符。模型预测公司的自由现金流将从 2027 年的 4.05 亿美元快速增长至 2036 年的 36.64 亿美元，呈现出强劲的增长动能。这一增长主要得益于 USDC 流通量的持续扩张、平台服务收入的加速贡献以及规模效应带来的利润率改善。

根据 DCF 模型测算，公司的企业价值为 266.80 亿美元，加上净现金 21.52 亿美元，得出股本价值为 288.32 亿美元。按照 2.31 亿股的总股本计算，每股内在价值为 125.00 美元。相较于当前 98.30 美元的市场价格，公司股价存在约 27% 的上行空间。

图表 12: DCF 估值模型

	年份	自由现金流量 (\$M)	折现率
1	2027E	405	0.91
2	2028E	563	0.82
3	2029E	1,032	0.75
4	2030E	1,341	0.68
5	2031E	1,676	0.61
6	2032E	1,928	0.56
7	2033E	2,313	0.50
8	2034E	2,776	0.46
9	2035E	3,331	0.41
10	2036E	3,664	0.38
永续期		45,028	0.38
WACC			10.30%
长期增长率			2%
公司价值 (\$M)	26680		
净现金 (\$M)	2152		
股本价值 (\$M)	28832		
股本数 (M)	231		
目标股价 (\$)	125		
当前股价 (\$)	98		
(%)	27%		

资料来源: 公司资料、第一上海预测

投资建议

估值存在双重低估，目标价 125.00 美元，首次覆盖给予“买入”评级

我们认为市场目前对 Circle 的估值存在双重低估。首先，市场过度关注短期利率波动对储备收入的影响，而低估了公司平台业务带来的收入多元化和估值重构潜力。其次，市场尚未充分定价 Circle 在合规稳定币领域的龙头地位所带来的网络效应，这种效应将随着 USDC 在跨境支付、DeFi 和传统金融场景中的加速渗透而日益凸显。

从投资时间维度来看，Circle 为投资者提供了清晰的催化路径。短期而言，公司平台业务收入的加速增长和 USDC 流通量的持续扩张将成为股价的主要催化剂。中期来看，Arc 区块链主网上线和 Circle 支付网络在全球范围内的拓展将验证公司向区块链金融基础设施提供商的转型成果。长期视角下，公司在现实世界资产代币化领域的布局有望打开新的增长天花板。

基于 DCF 估值分析，Circle 当前 98.30 美元的股价相较于 125.00 美元的内在价值存在显著折价。我们首次覆盖 Circle Internet Group，给予“买入”评级，目标价 125.00 美元较前一收盘价有约 27% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

公司的 DCF 估值已充分考虑了各项风险因素，提供了足够的安全边际。随着公司平台战略的持续推进和盈利能力的改善，我们预期市场将逐步重估 Circle 的内在价值，推动股价向我们设定的目标价靠拢。

风险因素

宏观与政策风险：美联储利率大幅下调将直接压缩其核心利差收入；全球稳定币监管政策的意外变动。

经营与竞争风险：主要分销合作伙伴（如 Coinbase）关系生变；Tether 的低价竞争或传统金融巨头（如 BlackRock）入场带来的市场份额侵蚀。

技术与信用风险：智能合约安全漏洞、储备资产托管风险或大规模挤兑赎回的可能性。

主要财务报表

Income Statement					
<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total revenue	1,450	1,676	2,661	3,105	4,302
Total cost of revenue	728	1,017	1,674	1,996	2,773
Gross profit/(loss)	723	659	986	1,109	1,529
Selling & marketing expense	37	17	27	32	39
General & administrative expense (G&A)	121	164	203	211	213
Selling, general & administrative expense (SG&A)	157	182	230	243	252
Depreciation & amortization expense (D&A)	35	51	77	107	98
Other operating expenses	154	209	274	276	306
Total operating expenses	453	492	1,148	815	866
Total costs and expenses	1,181	1,509	2,830	2,811	3,639
Operating income/(loss)	269	167	-157	294	663
Interest income/(expense) - Non-operating	29	35	28	37	50
Total non-operating income/(expense)	50	54	-152	32	50
Income/(loss) from continuing operations before income taxes	319	222	-307	320	702
Provision/(benefit) for income taxes	47	65	47	104	182
Income/(loss) from continuing operations	272	157	-361	207	480
Net income/(loss)	268	156	-355	216	520
EPS Diluted	1	0	-2	1	2
Weighted average shares outstanding, Diluted	68	73	223	262	266
EBITDA	395	285	511	583	958
Balance Sheet					
<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Cash & cash equivalents	369	751	1,490	1,849	2,360
Short-term investments and marketable securities	276	294	608	725	927
Cash, short-term investments and marketable securities	644	1,045	2,054	2,535	3,220
Receivables, Net	24	13	15	18	24
Other current assets	24,645	44,106	80,000	117,167	168,017
Total current assets	25,314	45,165	82,048	119,674	171,208
Goodwill	170	170	274	284	301
Intangible assets excl. Goodwill	327	331	388	360	441
Intangible assets, Net	497	501	662	644	742
Property, plant & equipment, Net	3	19	28	40	62
Long-term investments and receivables	87	115	123	132	147
Other non-current assets	96	34	46	48	51
Total non-current assets	683	669	835	807	910
Total assets	25,997	45,834	83,828	125,852	189,416
Accounts payable and accrued expense	153	287	416	456	536
Other current liabilities	24,285	43,744	79,777	116,927	167,760
Total current liabilities	24,438	44,031	80,186	117,368	168,269
Long-term debt and payables	58	41	206	206	206
Other non-current liabilities	30	52	53	54	56
Total non-current liabilities	88	93	87	89	97
Total liabilities	24,526	44,124	81,152	121,999	182,529
Preferred stock	1,131	1,140	0	0	0
Common shareholders' equity	339	571	2,610	3,025	3,752
Total stockholders' equity	1,471	1,710	2,676	3,854	6,887
Total liabilities and stockholders' equity	25,997	45,834	83,828	125,852	189,416

Financial Analysis					
<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Gross margin	50%	39%	37%	36%	36%
COGS / Sales	50%	61%	63%	64%	64%
OpEx / Sales	31%	29%	43%	26%	21%
D&A / Sales	2%	3%	3%	3%	2%
SG&A / Sales	11%	11%	9%	8%	6%
Operating margin	19%	10%	(6%)	9%	15%
EBITDA margin	27%	17%	19%	19%	22%
Pre-tax margin	22%	13%	(12%)	10%	16%
Effective tax rate	15%	29%	16%	33%	26%
Net margin	18%	9%	(13%)	7%	12%
Cash flow from operations / Sales	10%	21%	17%	17%	19%
CapEx / Sales	2%	3%	3%	3%	3%
FCF margin	7%	17%	12%	13%	14%
CapEx / D&A	96%	113%	95%	95%	118%
Current ratio	1%	1%	1%	1%	1%
Cash ratio	0%	0%	0%	0%	0%
Receivables turnover	103	89	192	201	220
Fixed assets turnover	423	157	116	103	113
Assets turnover	0	0	0	0	0
Cash Flow Statement					
<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net income/(loss) from continuing operations - Cash flow	268	156	-368	234	446
Depreciation & amortization expense - Cash flow	35	51	76	97	91
Stock-based compensation	108	50	566	193	197
Other operating adjustments	-98	-30	135	-23	-24
Total operating adjustments	44	71	774	285	283
(Increase)/decrease in accounts receivables	2	-5	-10	-6	-8
Other (increase)/decrease in current assets	-51	-22	-62	-49	-53
(Increase)/decrease in current assets	-49	-26	-72	-36	-41
Increase/(decrease) in accounts payable and accrued expense	-124	133	121	94	156
Other increase/(decrease) in current liabilities	0	11	-3	8	8
Increase/(decrease) in current liabilities	-124	144	118	98	160
(Increase)/decrease in working capital	-172	117	45	29	66
Total adjustments to reconcile cash provided from operations	-128	189	820	302	332
Net cash flows provided by/(used in) operating activities	140	345	450	537	779
Capital expenditures	34	57	72	91	110
Other investing activities	8,543	244	-13	1	1
Net cash flows provided by/(used in) investing activities	8,510	186	-83	-91	-110
Increase/(decrease) in equity	-20,312	19,454	30,439	20,448	33,213
Other financing activities	0	-4	-122	0	0
Net cash flows provided by/(used in) financing activities	-20,330	19,450	30,347	27,264	33,213
Effect of exchange rate on cash & cash equivalents	1	-7	53	0	0
Increase/(decrease) in cash & cash equivalents	-11,680	19,973	30,721	20,853	33,777
Cash & cash equivalents, Beginning	36,674	24,994	44,954	75,689	107,718
Cash & cash equivalents, Ending	24,994	44,968	75,689	96,542	141,495
Free cash flow (FCF)	107	287	326	405	563

资料来源：公司资料，第一上海预测

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。