

买入

2026年4月21日

基本面强劲增长，如何看淡利率与竞争担忧？

- 监管拐点已经到来：** GENIUS Act 正式实施后，Circle 作为最符合联邦合规框架的稳定币发行人获得了结构性优势。此前观望的机构投资者现在可以合规持有 USDC。竞争对手 Tether 虽然推出了 USAT(通过 Anchorage Digital Bank)，但 Circle 在 DeFi、美国机构、跨链桥接 (CCTP 占桥接量 47-50%) 和 B2B 支付(2025 年 \$2,350 亿交易量中 USDC 占约 65%) 上已经建立了深度网络效应。
- 平台业务进入货币化临界点：** 其他收入(平台业务)2025Q4 达到 \$3,700 万, 同比增长 19 倍; 管理层 2026 年指引 \$1.5-1.7 亿, 隐含 40-55% 增长。Arc 区块链 2026 年主网上线, Circle Payments Network 已有 55 家金融机构接入, 年化 TPV \$57 亿。AI 代理支付的崛起(x402 协议 6 个月内 1.77 亿笔交易 99.6% 以 USDC 结算) 为平台业务增加了新的结构性需求。
- 资产负债表规模和现金产生能力被低估：** 2025 年末总资产达到 \$787 亿(其中为稳定币持有人隔离的储备现金 \$750 亿)、调整后 EBITDA \$5.82 亿(翻倍增长)、2025 年经营现金流 \$5.72 亿。市场此前过度关注 GAAP 净亏损 \$6,952 万(实际上由 IPO 相关 \$4.24 亿 SBC 一次性费用造成), 忽略了底层经济实质的大幅改善。
- 上调目标价至 136.00 美元，维持“买入”评级：** Circle 已从一个加密货币概念股转型为一个受 GENIUS Act 保护的受监管金融基础设施龙头。2025 年业绩证明了商业模式的规模化能力。FIS 合作、Arc 主网、AI 代理支付、多币种稳定币国际化等多重催化剂在 2026-2028 年持续释放。当前 \$106 估值对应 FY26 约 12x EV/EBITDA 和约 33x P/E, 对于一家 40%+ 收入增速、21%→29% EBITDA 利润率扩张的金融基础设施公司, 估值具有合理性。
- 风险因素：** CLARITY Act 立法不确定性、利率敏感性、Tether/USAT 及银行发行的稳定币竞争、Coinbase 分销集中度、Arc 主网执行风险。

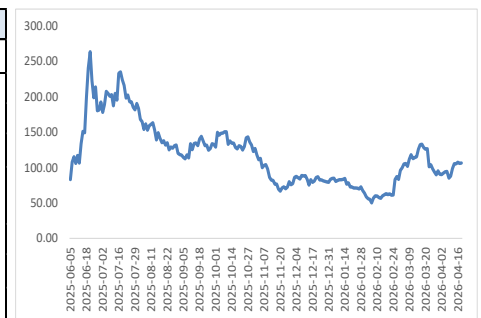
金煊
852-25321960
Lexy.jin@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	金融科技
股价	106.36 美元
目标价	136.00 美元 (+27.9%)
股票代码	CRCL
已发行股本	2.66 亿股
总市值	282.84 亿美元
52 周高/低	298.99 美元/49.90 美元
每股账面价值	13.74 美元
主要股东	Jeremy Allaire (6.81%) Oak Investment Partners (4.90%) IDG (4.65%) Marshall Wace (4.11%)

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	24年实际	25年实际	26年预测	27年预测	28年预测
总收入(百万美元)	1676	2747	3446	4087	4784
变动		64%	25%	19%	17%
净利润	157	-70	397	531	714
变动		-144.28%	670.85%	33.82%	34.44%
每股盈利(美元)	\$0.30	(\$0.44)	\$1.44	\$1.87	\$2.45
变动		-246.67%	226.79%	30.05%	30.75%
市盈率106.36美元(估)	-	-	73.97	56.88	43.50

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

2025 年业绩亮点与新模型数据

关键结论

1. 收入增速在储备回报率下行中仍然加速。尽管储备回报率从 2024Q4 的 5.11% 降至 2025Q4 的 4.10%(下降 100 个基点), USDC 流通量+72%的增长完全抵消并超过了这个逆风。2025 年四个季度的同比增速从 Q2 的 53%逐步上升到 Q4 的 77%。这证明了 USDC 采用率加速的结构性增长力量。
2. 平台业务的货币化拐点确认。其他收入从 2024Q4 的\$200 万暴增至 2025Q4 的 \$3,700 万(+1,750% YoY), 全年达到\$1.10 亿, 超越\$9,000-10,000 万的指引上限。管理层给出的 2026 年\$1.50-1.70 亿指引意味着继续保持 40-55%增速。CPN 年化 TPV 从零起步在 18 个月内突破\$57 亿, Arc 公共测试网月均交易量 230 万笔。
3. 调整后 EBITDA 翻倍, 运营杠杆开始显现。FY2025 调整后 EBITDA \$5.82 亿, 同比翻倍; 利润率从 FY2024 的 17.0%扩张至 21.2%。更重要的是, 管理层给出的 FY2026 调整后 OpEx \$5.70-5.85 亿指引意味着仅 12-15%的支出增长, 远低于收入增速, 这将推动利润率持续扩张。
4. 资产负债表健康, 现金储备充裕 2025 年末企业现金 \$15.26 亿+企业持有稳定币 \$8.23 亿=\$23.49 亿流动性; 可转债已全部转为普通股(IPO 时); 2024 年末的 \$11.40 亿可赎回优先股也已全部转换。公司已获得 OCC 国家信托银行牌照的有条件批准, 进一步强化监管地位。
5. GAAP 净亏损是噪音而非信号。FY2025 GAAP 净亏损\$6,952 万, 完全由 2025Q2 \$4.24 亿 IPO 相关股份支付费用+Q2 可转债公允价值变动损失构成, 均为一次性或非现金项目。底层经济实质: 调整后 EBITDA \$5.82 亿, 经营现金流\$5.72 亿, 反映了真实盈利能力。

图表 1: FY2025 主要财务数据 (\$M)

收入 (Revenue)	
储备收入	\$2,636.4
其他收入	\$110.8
总收入	\$2,747.2
总收入同比增速	63.9%
成本 (Costs)	
分销、交易及其他成本	\$1,664.5
收入减分销成本 (RLDC)	\$1,082.8
RLDC 利润率	39.4%
GAAP 运营支出 (Operating Expenses)	
薪酬费用	\$844.9
G&A 费用	\$190.3
折旧与摊销	\$76.6
IT 基础设施	\$36.6
营销费用	\$25.7
其他运营项目	\$5.3
GAAP 运营支出合计	\$1,179.4
运营利润 (EBIT)	(\$96.6)
运营利润率	(3.5%)
非运营项目与税 (Non-operating & Tax)	
其他收入/(费用), 净	(\$6.4)
税前利润	(\$103.1)
所得税	(\$33.4)
持续经营净利润 (GAAP)	(\$69.5)
净利润率	(2.5%)
非 GAAP 指标 (Non-GAAP Metrics)	
调整后 OpEx (Adj OpEx)	\$536.6
调整后 EBITDA	\$582.2
调整后 EBITDA 利润率	21.2%
股份支付费用 (SBC)	\$566.2
每股数据 (Per Share Data)	
基本加权平均股数 (M)	236.7
摊薄加权平均股数 (M)	267.8
基本 EPS (\$)	(\$0.44)
摊薄 EPS (\$)	(\$0.44)

资料来源: 公司资料, 第一上海

投资建议

上调目标价至 **136.00 美元**，维持“买入”评级

Circle 已从一个加密货币概念股转型为一个受 GENIUS Act 保护的受监管金融基础设施龙头。2025 年业绩证明了商业模式的规模化能力。FIS 合作、Arc 主网、AI 代理支付、多币种稳定币国际化等多重催化剂在 2026-2028 年持续释放。当前 \$106.36 估值对应 FY26 约 12x EV/EBITDA 和约 33x P/E，对于一家 40%+收入增速、21%→29% EBITDA 利润率扩张的金融基础设施公司，估值具有合理性。

图表 2：估值模型（DCF）

							WACC
无风险利率（10年美债）							4.3%
市场风险溢价（ERP）							5.5%
Beta 系数							1.0
股权成本							9.8%
税后债务成本							4.5%
债务权重 (D/V)							2.0%
WACC							9.7%
							无杠杆自由现金流预测（\$M）
	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2029E	FY2030E	永续期	
期数	1	2	3	4	5	TV	
经营现金流	\$733	\$934	\$1,172	\$1,466	\$1,729	\$1,799	
减：资本支出	(\$12)	(\$15)	(\$14)	(\$17)	(\$20)	(\$21)	
自由现金流 (FCF)	\$721	\$919	\$1,159	\$1,449	\$1,709	\$1,778	
折现因子	0.912	0.831	0.758	0.691	0.630		
折现后 FCF	\$657	\$764	\$878	\$1,000	\$1,076		
							永续价值计算
永续增长率 (g)							4.5%
终值 FCF							\$1,709
永续价值							\$34,389
永续价值折现后							\$21,653
							企业价值构建
显性期 FCF 折现值合计							\$4,375
永续价值折现							\$21,653
企业价值 (EV)							\$26,028
加：现金及等价物							\$2,176
减：债务							-
股权价值							\$28,203
完全摊薄股数（百万）							247
DCF 每股价值 (\$)							\$114.2

资料来源：公司资料，第一上海预测

图表 3：估值模型（Comps）

						Comps
Company	Type	EV/EBITDA (FY+1)	EV/Revenue (FY+1)	P/E (FY+1)	收入增速	
Coinbase (COIN)	加密交易所	22.0x	7.5x	30.0x	25.0%	
Robinhood (HOOD)	交易平台	18.0x	6.8x	28.0x	30.0%	
PayPal (PYPL)	金融科技/支付	9.0x	2.2x	14.0x	8.0%	
Adyen (ADYFY)	支付	28.0x	10.5x	38.0x	22.0%	
BlackRock (BLK)	资产管理	18.0x	7.0x	22.0x	12.0%	
State Street (STT)	托管/信托银行	9.0x	2.8x	11.0x	5.0%	
Tradeweb (TW)	市场基础设施	22.0x	14.0x	35.0x	20.0%	
平均值		18.0x	7.3x	25.4x	17.4%	
中位数		18.0x	7.0x	28.0x	20.0%	
						EV/EBITDA
FY2027E 调整后 EBITDA (\$M)						\$1,073
应用 EV/EBITDA 倍数						25.0
隐含 EV (\$M)						\$26,827
股权价值 (\$M)						\$29,003
每股价值 (\$)						\$117.4
						P/E
FY2027E 预计净利润 (\$M)	\$531					
应用 P/E 倍数						50.0
隐含股权价值 (\$M)	\$26,554					
每股价值 (\$)						\$107.5

资料来源：公司资料，第一上海预测

图表 4: 估值模型 (SOTP)

分部 1: 储备收入业务 (稳定币浮存金)			
KPI	FY2026E	FY2027E	FY2028E 稳态
储备收入 (\$M)	\$3,286	\$3,817	\$4,364
减: 分销成本	\$2,041	\$2,304	\$2,563
净储备贡献	\$1,245	\$1,513	\$1,801
分配 OpEx (50%)	\$289	\$355	\$420
分部调整后 EBITDA	\$956	\$1,158	\$1,381
应用 EV/EBITDA 倍数			19.0
储备业务 EV			\$26,238
分部 2: 平台业务 (CPN、Arc、订阅/服务)			
KPI	FY2026E	FY2027E	FY2028E
其他收入 (平台, \$M)	\$160	\$270	\$420
同比增速	44.4%	68.8%	55.6%
估值基准年收入 (FY2028E)			\$420
应用 EV/Revenue 倍数			22.0
平台业务 EV			\$9,240
分部 3: 资产负债表调整			
(+) 现金及等价物			\$2,176
(-) 可转债/债务			-
(+) USYC/Hashnote 股权			\$400
非运营净值			\$2,576
SOTP 合计			
总企业价值 (EV)			\$35,478
股权价值 (EV + 净现金)			\$38,053
SOTP 每股价值 (\$)			\$154.1

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

图表 5: 估值模型

Method	每股价值 (\$)	权重	加权贡献 (\$)	对比现价
SOTP 分部估值	\$154.1	55.0%	\$84.7	46.7%
DCF 现金流折现	\$114.2	15.0%	\$17.1	8.7%
EV/EBITDA 可比	\$117.4	20.0%	\$23.5	11.8%
P/E 可比	\$107.5	10.0%	\$10.8	2.4%
加权平均公允价值	\$136.1	100.0%	\$136.1	29.6%
关键数据				
当前股价	\$106.36			
加权公允价值	\$136.00			
隐含上行/(下行)	27.9%			
评级	买入 (BUY)			

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

风险因素

CLARITY Act 立法不确定性：2026年3月的 CLARITY Act 草案一度引发 20% 单日跌幅。需持续跟踪参议院银行委员会后续进展。

利率敏感性：FY2025 约 96% 的 Circle 收入来自储备收入。储备回报率每下降 100 个基点，按当前浮存金规模计算，年化收入减少约 \$7.5 亿 (税前)。美联储 2026 年降息路径是最大宏观变量——市场共识预期还有 1-2 次降息，平台业务的快速增长是对冲储备回报率降低的关键变量。

Tether/USAT 及银行发行的稳定币竞争：Tether 2026 年 1 月通过 Anchorage Digital Bank (OCC 监管) 推出合规 USAT，打破了 Circle 的合规独家优势。JPMorgan (JPMD)、Fidelity (FIDD)、PayPal (PYUSD)、Fiserv (FIUSD) 等机构都在推出自有稳定币。

Coinbase 分销集中度：FY2025 分销成本 \$16.64 亿 (约占储备收入 63%) 中相当大部分流向 Coinbase。重新谈判风险、分销条款结构变化、或 Coinbase 战略方向调整都可能影响 Circle 利润率。Coinbase 收购 BVNK 提示了潜在的直接竞争风险。

Arc 主网执行风险：Arc 公共测试网已正常运行，但主网上线和原生代币方案是重大执行节点。

主要财务报表

损益表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入					
储备收入	1,661	2,636	3,286	3,817	4,364
其他收入	15	111	160	270	420
总收入	1,676	2,747	3,446	4,087	4,784
成本					
分销、交易及其他成本	1,017	1,664	2,041	2,304	2,563
收入减分销成本 (RLDC)	659	1,083	1,405	1,783	2,221
RLDC 利润率	39.3%	39.4%	40.8%	43.6%	46.4%
GAAP 运营支出					
调整后 OpEx (Adj OpEx)	391	537	578	710	840
调整后 EBITDA	285	582	827	1,073	1,381
调整后 EBITDA 利润率	17.0%	21.2%	24.0%	26.3%	28.9%
股份支付费用 (SBC)	50	566	235	265	305
折旧与摊销	51	77	121	140	164
运营利润 (EBIT)	167	-97	471	668	912
非运营项目与税					
其他收入/(费用), 净	54	-6	40	40	40
税前利润	222	-103	511	708	952
所得税	65	-33	114	177	238
持续经营净利润 (GAAP)	157	-70	397	531	714
每股数据					
摊薄加权平均股数 (M)	71	268	276	284	292
摊薄 EPS (\$)	0.30	-0.44	1.44	1.87	2.45

资产负债表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
资产					
现金及现金等价物 (企业)	751	1,526	2,176	3,055	4,167
为企业持有稳定币隔离的现金	295	823	1,127	1,436	1,704
为稳定币持有人隔离的现金	43,919	75,068	103,071	131,349	155,883
应收款项合计	13	63	82	95	113
预付及其他流动资产	188	322	362	408	459
流动资产合计	45,165	77,802	106,817	136,343	162,326
受限现金	4	3	3	3	3
投资	84	84	88	91	95
固定资产, 净	19	23	17	11	0
数字资产	31	87	105	128	155
商誉	170	266	266	266	266
无形资产, 净	331	411	372	328	270
总资产	45,834	78,713	107,708	137,212	163,161
负债					
应付账款及应计费用	287	361	398	453	510
来自稳定币持有人的存款	43,727	74,913	103,219	131,807	156,609
流动负债合计	44,031	75,328	103,637	132,282	157,142
可转换债券 (非流动)	41	0	0	0	0
其他非流动负债	23	25	27	30	32
非流动负债合计	93	54	56	58	61
总负债	44,124	75,382	103,694	132,340	157,203
股东权益合计					
实收资本	1,793	4,610	4,845	5,110	5,415
累计亏损	-1,223	-1,291	-843	-250	531
库存股	-3	-3	-3	-3	-3
股东权益合计	1,710	3,331	4,014	4,872	5,958
总负债及权益	45,834	78,713	107,708	137,212	163,161

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
调整后 EBITDA 利润率	17.0%	21.2%	24.0%	26.3%	28.9%
经营利润率 (%)	10.0%	-3.5%	13.7%	16.3%	19.1%
所得税率 (%)	3.9%	-1.2%	3.3%	4.3%	5.0%
净利率 (%)	9.4%	-2.5%	11.5%	13.0%	14.9%

收入占比

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
储备/收入 (%)	99.1%	96.0%	95.4%	93.4%	91.2%
其他/收入 (%)	0.9%	4.0%	4.6%	6.6%	8.8%

RLDC 利润率

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
RLDC 利润率	39.3%	39.4%	40.8%	43.6%	46.4%

财务状况

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
总负债/总资产	96.3%	95.8%	96.3%	96.4%	96.3%
收入/净资产	98.0%	82.5%	85.8%	83.9%	80.3%
经营活动现金流/收入	20.6%	19.7%	21.3%	22.9%	24.5%
投资活动现金流/收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
融资活动现金流/收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
净利润	156	-70	397	531	714
加: 折旧与摊销	51	77	121	140	164
加: 股份支付费用	50	566	235	265	305
加: 其他非现金项目	-30	78	0	0	0
营运资金变动					
应收账款变动 (增加为减)	-5	-40	-19	-14	-17
预付及其他流动资产变动	-22	-147	-40	-45	-51
应付及应计费用变动	133	81	38	55	56
其他流动负债变动	11	-5	2	2	2
经营活动现金流合计	345	542	733	934	1,172
资本支出 (购置长期资产)	-18	-13	-12	-15	-14
资本化软件开发成本	-39	-56	-36	-42	-49
其他投资活动, 净	244	-15	0	0	0
其他非流动资产变动	186	-84	-48	-57	-63
其他融资活动	-4	-268	-35	2	2
融资活动现金流合计	19,450	31,936	28,272	28,590	24,805
现金净变动	0	0	0	0	0
现金净变动 (含代管现金)	19,974	32,452	28,956	29,467	25,914
期初现金 (含代管)	24,994	44,968	77,420	106,373	135,840
期末现金 (含代管)	44,968	77,420	106,373	135,840	161,754
自由现金流 (FCF)					
经营现金流	345	542	733	934	1,172
减: 资本支出 (含资本化软件)	-57	-69	-48	-57	-63
自由现金流 (FCF)	287	474	684	877	1,110

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。