

Coinbase (COIN US)

持续推进万物交易所愿景，探索创新业务机会

我们在业绩后举办了 Coinbase NDR 会议，总结会议核心要点如下：1) 公司稳步推进万物交易所 (Everything Exchange) 愿景，通过整合去中心化交易所，布局衍生品、代币化资产以及预测市场 (Prediction Market)，持续丰富平台可交易资产种类；2) 更清晰的加密资产监管框架同时带来竞争与机会，公司与更多金融机构合作，为其提供加密资产基础设施服务，创造增量营收机会；3) 公司持续探索新的业务机会，包括稳定币支付、Base App 区块链应用等，早期进展积极。基于平台丰富的加密资产解决方案、良好的合规与基础设施能力，我们看好公司继续维持在美国加密货币交易市场的领先地位，受益于加密市场监管与产品的快速发展。我们维持买入评级与基于 SOTP 的目标价 410.0 美元。

■ **万物交易所：持续丰富平台可交易产品。**公司的万物交易所愿景将主要分为四条路径展开：1) 公司 3Q25 整合去中心化交易所，将平台平均可交易资产数量由约 300 种增加至超 40,000 种。针对去中心化交易所，公司采取类似的费率结构，但由于公司无需提供基础设施支持，相对享有更高利润率；2) 公司 3Q25 完成对加密资产期权交易所 Deribit 的收购，推动平台 3Q25 合计衍生品交易额超 8,400 亿美元，Deribit 单 3Q25 贡献收入约 5200 万美元（约占公司总收入 3%）；3) 展望未来，公司逐步发展代币化资产业务机会，其中代币化股票是当前阶段的重点方向；4) 此外公司还在探索预测市场的业务机会，并有望在短期分享最新进展。我们建议关注公司 12 月 17 日举办的 2H25 产品更新会，会议或将更新产品创新的最新进展。

■ **加密货币监管：同时带来竞争与机遇。**短期看，美国《CLARITY Act》的审议进展是市场关注重点，法案旨在为加密资产市场提供更清晰监管框架，但此前由于美国政府停摆导致法案推进有所延期，而 11 月 9 日美国国会参议院已就结束联邦政府停摆达成一致（据 CNN 报道），《CLARITY Act》审议有望回归正轨，或将提振加密货币市场情绪。美国更加清晰的加密货币监管框架为 Coinbase 带来竞争压力与机会。公司加速与更多传统金融公司和金融科技公司达成合作，包括 Blackrock、Strike、PayPal 等，为金融机构提供一站式的加密货币基础设施服务，获取增量的交易、资产托管、资产质押等收入。

■ **探索创新商业机会。**公司持续探索创新业务机会，包括 1) 稳定币支付：公司 3Q25 推出 Payment APIs 进一步加速稳定币支付渗透，目前已有超 1,000 家中小企业开始采用相关解决方案以降低支付成本。此外，公司还与传统金融机构合作以探索和扩大稳定币支付场景。2) 区块链应用 Base App：公司 3Q25 开启 Base App 测试，旨在打造包括交易、社交、稳定币支付等多种功能的一站式区块链应用。产品在早期看到强劲使用量增长，未来长期有望带来多元化变现机会。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万美元)	3,108	6,564	7,403	8,241	8,720
净利润(百万美元)	94.9	2,579.1	2,278.2	1,716.1	1,853.0
每股收益(美元)	0.40	10.43	8.71	6.56	7.09
市场平均预估每股收益(美元)	0.40	10.43	6.69	6.80	7.66
市销率(倍)	26.7	12.7	11.2	10.1	9.5
市盈率(倍)	790.2	30.5	36.5	48.4	44.9

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价 410.00 美元
潜在升幅 29.0%
当前股价 317.93 美元

软件 & IT 服务

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

马泽慧
(852) 3761 8838
joannama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	83,117.1
3 月平均流通股(百万美元)	1,441.4
52 周内股价高/低(美元)	419.78/151.47
总股本(百万)	261.4

资料来源：FactSet

股东结构

Brian Armstrong	13.4%
The Vanguard Group	9.5%

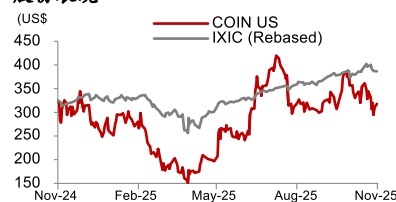
资料来源：公司资料

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-10.9%	-14.0%
3 - 月	-0.5%	-7.5%
6 - 月	59.5%	24.3%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
销售收入	3,194	3,108	6,564	7,403	8,241	8,720
销售成本	630	421	898	1,092	1,236	1,308
毛利润	2,564	2,688	5,666	6,311	7,005	7,412
运营费用	5,275	2,849	3,359	4,696	4,986	5,232
销售费用	510	332	654	1,034	1,154	1,221
行政费用	1,601	1,041	1,300	1,627	1,895	2,006
研发费用	2,326	1,325	1,468	1,654	1,854	1,918
其他	838	151	(64)	381	82	87
运营利润	(2,710)	(162)	2,307	1,615	2,019	2,180
其他收入	(265)	168	716	1,289	165	174
净利息收入(支出)	(89)	(83)	(81)	(83)	(165)	(174)
税前利润	(3,065)	(77)	2,943	2,822	2,019	2,180
所得税	(440)	(172)	364	543	303	327
税后利润	(2,625)	95	2,579	2,278	1,716	1,853
净利润	(2,625)	95	2,579	2,278	1,716	1,853

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
流动资产	86,448	203,467	18,113	22,554	25,220	27,715
现金与现金等价物	4,425	5,139	8,544	13,105	14,712	16,540
限定用途现金	26	23	39	39	39	39
应收账款	404	362	265	287	307	312
其他流动资产	81,593	197,942	9,265	9,123	10,162	10,825
非流动资产	3,277	3,516	4,429	5,031	5,037	5,023
物业及厂房及设备 (净额)	172	193	200	202	208	194
使用权资产	69	13	0	0	0	0
无形资产	135	86	47	47	47	47
商誉	1,074	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140
其他非流动资产	1,826	2,085	3,043	3,643	3,643	3,643
总资产	89,725	206,983	22,542	27,585	30,257	32,738
流动负债	80,815	197,714	7,941	7,749	8,705	9,333
应付账款	387	486	690	814	894	918
其他流动负债	80,394	197,217	7,251	6,934	7,811	8,415
租赁负债	34	11	0	0	0	0
非流动负债	3,455	2,987	4,324	7,281	7,281	7,281
长期债务	3,393	2,980	4,234	7,191	7,191	7,191
融资租赁承担	42	4	0	0	0	0
其他非流动负债	20	3	90	90	90	90
总负债	84,270	200,701	12,265	15,030	15,986	16,614
股本	3,768	4,492	5,366	5,366	5,366	5,366
留存收益	1,725	1,820	4,961	7,239	8,955	10,808
其他储备	(39)	(30)	(50)	(50)	(50)	(50)
股东权益总额	5,455	6,282	10,277	12,555	14,271	16,124
总负债和股东权益	89,725	206,983	22,542	27,585	30,257	32,738

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
经营现金流						
税前利润	(3,065)	(77)	2,943	2,822	2,019	2,180
折旧摊销	154	140	128	147	159	188
营运资金变化	(1,153)	(191)	(478)	(73)	(103)	(39)
其他	2,478	1,051	(35)	(543)	(303)	(327)
净经营现金流	(1,585)	923	2,557	2,352	1,772	2,002
投资现金流						
资本开支	(64)	(63)	0	(148)	(165)	(174)
收购与投资	(186)	(31)	0	(600)	0	0
处理短期投资所得现金	2	0	0	0	0	0
其他	(415)	99	(282)	0	0	0
净投资现金流	(664)	5	(282)	(748)	(165)	(174)
融资现金流						
净借贷	(0)	(324)	1,270	0	0	0
发行股票所得现金	51	48	126	0	0	0
股票回购	(352)	(278)	0	0	0	0
其他	(5,538)	(257)	1,433	2,957	0	0
净融资现金流	(5,839)	(811)	2,829	2,957	0	0
净现金流变动						
年初现金	7,123	4,425	5,139	8,544	13,105	14,712
汇率变动	(163)	9	(48)	0	0	0
年末现金	4,425	5,139	8,544	13,105	14,712	16,540
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	(59.3%)	(2.7%)	111.2%	12.8%	11.3%	5.8%
毛利润	(61.0%)	4.8%	110.8%	11.4%	11.0%	5.8%
经营利润	na	na	na	(30.0%)	25.0%	8.0%
净利润	na	na	2,618.5%	(11.7%)	(24.7%)	8.0%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	80.3%	86.5%	86.3%	85.2%	85.0%	85.0%
营业利益率	(84.8%)	(5.2%)	35.1%	21.8%	24.5%	25.0%
股本回报率	(44.4%)	1.6%	31.2%	20.0%	12.8%	12.2%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	na	na	na
流动比率 (倍)	1.1	1.0	2.3	2.9	2.9	3.0
应收账款周转天数	3.0	2.7	2.1	1.9	1.7	1.6
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	224.4	421.9	280.6	272.2	264.0	256.1
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	ns	790.2	30.5	36.5	48.4	44.9
市盈率 (摊薄)	ns	852.5	33.7	39.9	54.1	51.1
市帐率	13.0	11.9	7.7	6.6	5.8	5.2
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。