

买入

2025 年 5 月 8 日

短期承压，长期看合规与生态整合，宏观政策与行业波动是主要制约因素

- Q125 交易量预期下滑：

由于 Q125 加密货币市场低迷的环境（BTC/ETH 交易量 QoQ-20%），散户参与度降低及比特币价格波动收窄，下调 Q1 交易量预计为 3740 亿美元（vs 一致预期 3820 亿美元）。
- 财务指标预测：

预计 Q125 净营收为 17.50 亿美元（QoQ-20%，YoY+10%、vs 一致预期 20.08 亿美元），主要受交易收入拖累；预计 EPS 为 2.18 美元（QoQ-53%，YoY-50%、vs 一致预期 1.94 美元），我们认为公司的成本控制将取得一定成效；预计净利润为 6.03 亿美元（QoQ-53%，YoY-49%、vs 一致预期 5.35 亿美元）；预计调整后 EBITDA 为 7.73 亿美元（QoQ-60%，YoY+113%、vs 一致预期 9.53 亿美元）。
- 美联储政策与加密市场的联动：

根据今日凌晨 FOMC 会议结果，美联储维持利率在 4.25%-4.50%区间不变，鲍威尔重申“不急于降息”，强调需更多数据确认通胀受控，并关注特朗普关税政策对经济的潜在冲击。尽管市场预期降息可能推迟至 7 月，但鲍威尔指出美国经济已避免衰退，前景“相当光明”，这为风险资产提供了短期支撑，但高利率环境仍可能抑制加密市场的流动性。此次会议时间点与公司 Q125 的财报无关，因此直接影响有限，但市场情绪可能影响财报后的股价波动。
- 目标价 240.00 美元，维持买入评级：

Q125 财报或呈现“收入疲软但成本优化”的混合局面，但公司在合规布局、订阅服务及以太坊生态中的战略地位，为长期复苏奠定基础。考虑到短期股价可能受交易量下滑压制，我们下调目标价至 240.00 美元，对应 7.5xPS，比前日收盘价高出 22.10%，维持买入评级。
- 风险因素：

政策有不确定性，例如美联储延迟降息、特朗普关税落地或进一步抑制市场风险偏好；市场风险方面，收入高度依赖加密货币价格波动；竞争与费用率方面，行业竞争加剧可能导致费率压缩；监管方面，美国对加密货币交易所的审查可能影响业务。

金煊

852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

主要资料

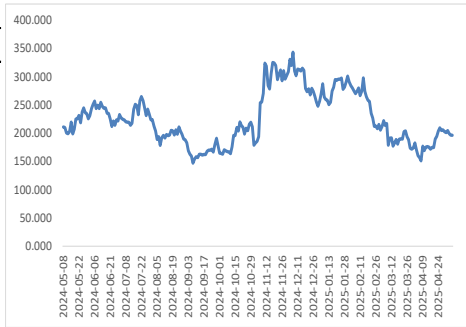
行业	金融服务
股价	196.56 美元
目标价	240.00 美元 (+22.10%)
股票代码	COIN.O
已发行股本	2.54 亿股
总市值	485.73 亿美元
52 周高/低	349.75 美元/142.58 美元
每股净资产	40.52 美元
主要股东	Brian Armstrong (13.61%) THE VANGUARD GROUP Inc. (7.23%) Blackrock, Inc. (4.82%) FMR LLC (2.85%)

表：盈利摘要

Fiscal year ending Dec. 31st (in \$M)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	3,109	6,564	8,086	9,278	9,743
yoy growth	-2.69%	111.16%	23.18%	14.74%	5.01%
Net Income	95	2,579	2,806	3,427	3,508
yoy growth	103.61%	2618.81%	8.80%	22.14%	2.36%
EPS(Adjusted)	0.37	9.48	10.03	12.28	12.57
yoy growth	103.13%	2462.16%	5.84%	22.37%	2.38%
P/S 196.56 USD	16.1	7.6	6.2	5.4	5.1

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

图表 1: 损益表

Coinbase Global, Inc.	2,023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	2,024	Q1 2025E	Q2 2025E	Q3 2025E	Q4 2025E	2025E	2026E	2027E
(In \$M, except per share data)													
Income Statement													
Revenue:													
Net revenue													
Transaction revenue	1,520	1,077	781	573	1,556	3,986	1,063	1,088	1,114	1,140	4,405	4,547	4,684
Consumer, net	1,334	935	665	483	1,347	3,430	894	912	930	949	3,685	3,692	3,650
Institutional, net	90	85	64	55	141	346	97	99	100	102	398	429	458
Other transaction revenue, net	96	56	53	34	68	210	72	77	83	89	321	426	576
Subscription and services revenue	1,407	511	599	556	641	2,307	686	793	903	1,000	3,383	4,432	4,760
Stablecoin revenue	694	197	240	247	441	1,125	463	546	628	691	2,328	3,052	3,483
Blockchain rewards	331	151	185	155	0	491	0	0	0	0	0	0	0
Earn campaign revenue	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest and finance fee income	187	67	69	64	66	266	76	87	100	115	377	576	428
Custodial fee revenue	70	32	35	32	43	142	48	55	64	77	244	278	272
Other subscription and services revenue	126	64	70	59	91	283	101	106	111	116	433	527	577
Total net revenue	2,927	1,588	1,380	1,129	2,197	6,293	1,750	1,881	2,017	2,140	7,787	8,980	9,445
Other revenue	182	50	70	77	75	271	75	75	75	75	298	298	298
Total revenue	3,109	1,638	1,450	1,205	2,272	6,564	1,824	1,956	2,092	2,214	8,086	9,278	9,743
yoY	97%	212%	205%	179%	238%	211%	111%	135%	174%	97%	123%	115%	105%
Operating expenses:													
Transaction expense	421	217	192	172	317	898	266	272	278	285	1,101	1,137	1,171
Technology and development	1,325	358	364	377	369	1,468	376	383	396	387	1,542	1,603	1,635
Sales and marketing	332	99	165	165	226	654	113	132	132	158	535	669	770
General and administrative	1,074	287	320	330	363	1,300	322	359	370	406	1,456	1,631	1,827
Gains on crypto assets held for operations, net	0	(86)	31	(0)	(16)	(72)	(16)	(16)	(16)	(16)	(65)	(65)	(65)
Crypto asset impairment, net	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Restructuring	143	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other operating expense, net	(24)	2	34	(9)	(20)	8	(20)	(20)	(20)	(20)	(81)	(81)	(81)
Total operating expenses	(162)	760	343	170	1,034	2,307	784	847	952	1,015	3,597	4,383	4,486
Operating income (loss)	3,270	877	1,107	1,036	1,238	4,257	1,040	1,109	1,140	1,200	4,489	4,895	5,257
%margin	105%	54%	76%	86%	54%	65%	57%	57%	55%	54%	56%	53%	54%
Interest expense	83	19	21	21	21	81	21	21	21	21	82	82	82
Gains on crypto assets held for investment, net	0	(650)	319	121	(476)	(687)					0	0	0
Other income, net	(168)	(46)	64	(40)	(7)	(29)					(29)	(29)	(29)
Income (loss) before income taxes	(77)	1,437	(60)	69	1,497	2,943	764	827	931	994	3,544	4,330	4,433
Provision for (benefit from) income taxes	(172)	261	(96)	(7)	206	364	160	174	196	209	738	903	925
Net income (loss)	95	1,176	36	75	1,291	2,579	603	653	735	785	2,806	3,427	3,508
Other comprehensive (loss) income:													
Comprehensive income (loss)	103	1,169	33	87	1,270	2,559	582	632	714	764	2,721	3,342	3,423
EPS													
Basic	US\$0.40	US\$4.84	US\$0.15	US\$0.30	US\$5.13	US\$10.42	US\$2.40	US\$2.60	US\$2.92	US\$3.12	US\$11.04	US\$13.51	US\$13.83
Diluted	US\$0.37	US\$4.40	US\$0.14	US\$0.28	US\$4.68	US\$9.48	US\$2.18	US\$2.36	US\$2.66	US\$2.84	US\$10.03	US\$12.28	US\$12.57
Weighted-average shares of common stock used to compute net income (loss) per share:													
Basic	236	243	246	249	252	247	252	252	252	252	252	252	252
Diluted	254	268	267	267	277	270	277	277	277	277	277	277	277
Adjusted EBITDA	978	364	595	449	1,951	3,348	773	836	941	1,004	3,583	4,369	4,472

资料来源：公司资料，第一上海预测

图表 2: Q1 2025 分析师一致预期

	Average of Research Estimates	
	Q1-2025	Contributing Analysts
Trading Volume (\$B)		
Consumer	78	26
Institutional	304	26
Total	382	26
Total Revenue (\$M)	Q1-2025	Count
Consumer transaction revenue	1,131	27
Institutional transaction revenue	120	27
Other transaction revenue	67	25
Total transaction revenue	1,312	28
Stablecoin revenue	283	24
Blockchain rewards	212	25
Interest and finance fee income	70	25
Custodial fee revenue	46	27
Other subscription and services revenue	95	27
Subscription and services revenue	694	28
Net revenue	2,008	28
Operating Expenses (\$M)	Q1-2025	Count
Technology and development	388	27
Sales and marketing	280	27
General and administrative	372	27
Profitability Metrics (\$M, except per share metrics)	Q1-2025	Count
Operating income	742	28
Adjusted EBITDA	953	25
Net income	535	28
Diluted EPS	1.94	23

资料来源：公司资料

主要财务报表

Income Statement					
<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	3,109	6,564	8,086	9,278	9,743
Transaction expense	421	898	1,101	1,137	1,171
Technology and development	1,325	1,468	1,542	1,603	1,635
Sales and marketing	332	654	535	669	770
General and administrative	1,074	1,300	1,456	1,631	1,827
Operating (loss) income	3,270	4,257	4,489	4,895	5,257
Total operating expenses	-162	2,307	3,597	4,383	4,486
(Loss) income before income taxes	-77	2,943	3,544	4,330	4,433
Benefit from income taxes	-172	364	738	903	925
Net income (loss)	95	2,579	2,806	3,427	3,508
Comprehensive income (loss)	103	2,559	2,721	3,342	3,423
Depreciation and amortization	140	128	132	132	132
Interest expense	83	81	82	82	82
Adjusted EBITDA	978	3,348	3,583	4,369	4,472
Growth					
Total revenue (%)	-2.7%	111.2%	23.2%	14.7%	5.0%
Adjusted EBITDA Margin (%)	31.5%	51.0%	44.3%	47.1%	45.9%

Balance Sheet					
<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Cash and cash equivalents	5,139	8,544	11,250	14,551	17,961
Customer custodial funds	4,571	6,159	6,029	6,029	6,029
Customer crypto assets	192,583	0	0	0	0
USDC	576	1,242	1,242	1,242	1,242
Accounts receivable, net	168	265	389	539	661
Other current assets	213	278	278	278	278
Total current assets	203,586	18,113	20,813	24,264	27,796
Crypto assets held for investment	331	1,553	1,553	1,553	1,553
Property and equipment, net	0	200	200	200	200
Intangible assets, net	0	47	47	47	47
Other non-current assets	655	548	548	548	548
Total assets	206,983	22,542	25,242	28,693	32,225
Custodial funds due to customers	4,571	6,159	6,029	6,029	6,029
Customer crypto liabilities	192,583	0	0	0	0
Accounts payable	39	63	63	63	63
Other current liabilities	0	0	0	0	0
Total current liabilities	197,714	7,941	7,772	7,772	7,772
Long-term debt	2,980	4,234	4,234	4,234	4,234
Lease liabilities non-current & other	7	90	90	90	90
Total liabilities	200,701	12,265	12,096	12,096	12,096
Retained earnings	1,820	4,961	7,767	11,194	14,702
Total shareholders' equity	6,282	10,277	13,083	16,510	20,018
Total liabilities and stockholders' equity	206,983	22,542	25,242	28,693	32,225
Operating assets	5,872	10,171	13,040	16,491	20,024

Financial Analysis					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Profitability					
Operating profit margin (%)	105.2%	64.9%	55.5%	52.8%	54.0%
Adjusted EBITDA Margin (%)	31.5%	51.0%	44.3%	47.1%	45.9%
Net profit margin (%)	3.1%	39.3%	34.7%	36.9%	36.0%
Operating performance					
Transaction expense (%)	13.5%	13.7%	13.6%	12.3%	12.0%
Technology and development (%)	42.6%	22.4%	19.1%	17.3%	16.8%
Sales and marketing (%)	10.7%	10.0%	6.6%	7.2%	7.9%
Effective tax rate (%)	223.4%	12.4%	20.8%	20.9%	20.9%
Financial States					
Total Liabilities/Total Assets	0.97	0.54	0.48	0.42	0.38
Income/Net Assets	0.49	0.64	0.62	0.56	0.49
Operating cash flow/Revenue	0.30	0.39	0.33	0.35	0.35

Cash Flow Statement					
<in \$ M>, Fiscal year ending Dec. 31st					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net income (loss)	95	2,579	2,806	3,427	3,508
SBC	865	913	0	0	0
Deferred taxes	-216	151	0	0	0
Realized (gain) loss on crypto assets	-146	-759	0	0	0
Crypto assets received as revenue	-461	0	0	0	0
Crypto asset payments for expenses	298	0	0	0	0
USDC	255	-450	0	0	0
Other operating activities	233	122	-139	-164	-137
Operating cash flow	923	2,557	2,667	3,263	3,371
Capitalized internal-use software developr	-63	0	0	0	0
Changes in crypto assets held	141	-0	0	0	0
Other investing activities	-72	-282	0	0	0
Investing cash flow	5	-283	0	0	0
Issuance of common stock upon exercise of stock options	48	2,226	0	0	0
Cash paid to repurchase equity awards	-556	602	0	0	0
Debt issuance/repayment	-304	0	0	0	0
Financing cash flow	-811	2,829	0	0	0
Cash changes	117	5,103	2,667	3,263	3,371
Cash held at the beginning of the period	9,430	9,555	14,611	17,279	20,542
Currency changes	9	-48	0	0	0
Cash held at the end of the period	9,555	14,611	17,279	20,542	23,913

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。