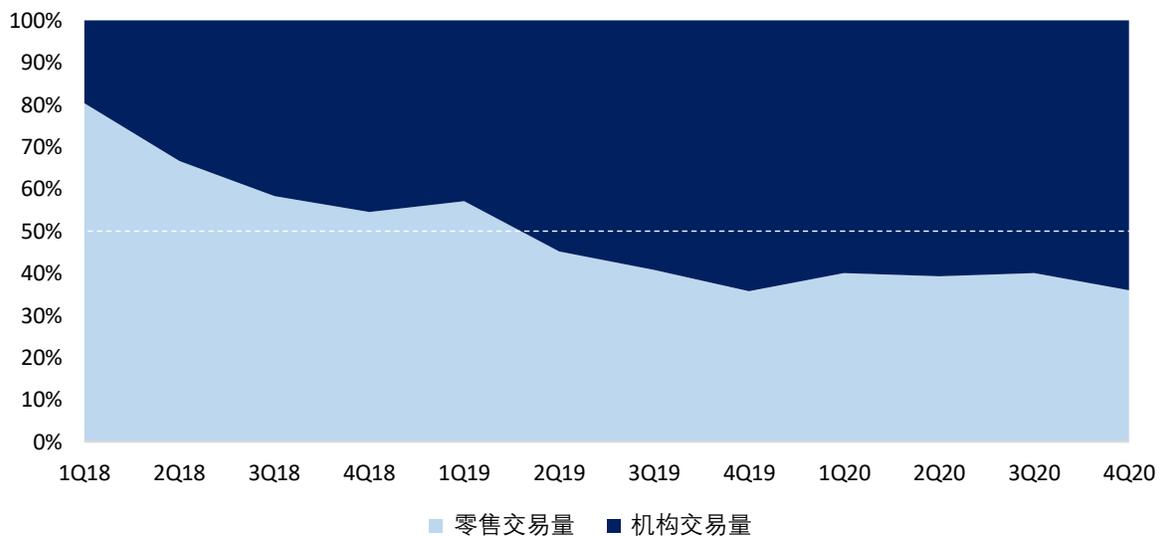




## 本期焦点 - 解码 Coinbase IPO：合规是一柄双刃剑？

图表 1: Coinbase 机构交易量在 2Q19 超过零售交易量



数据来源：公司披露，尚乘研究

### Coinbase 提交 IPO 申请，披露 2020 年的强劲业绩

美国最大加密货币交易所 Coinbase 申请直接上市，公开市场估值约为 500 亿至 1,000 亿美元。自 2012 年成立以来，Coinbase 的业务已从中心化加密货币交易所开始，向更广泛的加密经济领域延伸，包括去中心化金融（DeFi）。2020 年，Coinbase 的总收入为 12.8 亿美元，同比增长 139%，并扭亏为盈、实现账面净利润 3.22 亿美元，剔除基于股票的薪酬支出的调整后净利润则为 3.92 亿美元。美国仍然是 Coinbase 最大的市场，贡献了 76% 的收入。公司交易量增长了 142%，达到 1,920 亿美元；截至 2020 年 12 月 31 日，平台上资产翻了四倍，达到 903 亿美元，相当于加密市场总市值的 11.1%。认证用户达 4,300 万，月交易用户从 2019 年的 100 万提升到 2,800 万；机构用户数从 2019 年的 4,200 家增长到 7,000 家。Coinbase 只持有少量的加密资产作为企业财资，以在系统崩溃时维持运转，并以成本计价、而非公允价值。剔除应付客户的托管资金变动后的净营业现金流增长 493%，达到 2.94 亿美元。

尚乘研究  
李蕾  
+852 3163-3383  
Michelle.Li@amtdgroup.com

尚乘研究  
吴若滢  
+852 3163-3242  
Roy.Wu@amtdgroup.com

我们估计 **Coinbase** 的公允价值将远低于市场预期。我们预计，活跃用户的增多和平均每机构客户交易量的提高将推动 **Coinbase** 收入增长。然而，合规成本和由此导致的新业务发展放缓将限制 **Coinbase** 的增长潜力。鉴于加密市场的高波动性，以及来自全球中心化加密交易所和去中心化交易所的激烈竞争，我们认为 **Coinbase** 的市盈率将低于纳斯达克（**Nasdaq**）、芝加哥商品交易所（**CME**）和洲际交易所（**ICE**）等全球交易所。

#### 美国领先的加密交易所：海外业务规模较小

**Coinbase** 在美国加密市场处于领先地位，据 **Chainalysis**，从 2019 年下半年到 2020 年上半年，**Coinbase** 在链上收到的加密货币价值在美国所有加密交易所中排名第一。2020 年，**Coinbase** 76% 的收入来自美国市场，24% 来自欧洲。然而，北美市场与北欧、西欧市场在全球加密交易中的占比分别仅 15%、17%。

#### 严格合规化发展为 **Coinbase** 巩固了机构客户基础，但也限制了其创新和盈利能力

由于严格遵守各个市场的监管规定，尤其是美国联邦法规，**Coinbase** 成为对加密货币投资感兴趣的机构的首选。**Coinbase** 的机构客户包括 **One River** 和 **Greyscale** 等金融机构，以及 **特斯拉**（**Tesla**）和 **MicroStrategy** 等科技公司。2020 年，机构交易量占 **Coinbase** 总交易量的 62%，高于 2019 年的 57%，同时 **Coinbase** 平台上近一半的资产来自机构用户。但由于费率较低，机构交易收入仅占 **Coinbase** 总交易收入的 5%。

**Coinbase** 受益于 2020 年第四季度的比特币热潮，本次热潮主要由机构资金催化。机构投资者的进入推动了比特币价格的飙升，导致 **Coinbase** 交易量激增：增速超过其他所有中心化交易所（**CEX**），平均季度增速为 52%，市场份额从 2020 年第一季度的 0.4% 扩大到 2020 年第四季度的 1.6%。

然而，监管限制了 **Coinbase** 对在加密货币衍生品领域的发展。由于美国商品和期货交易委员会（**CFTC**）的规定，**Coinbase** 无法提供衍生品，这限制了其产品创新和业务多样化。2020 年，**Coinbase** 85.8% 的收入来自交易费。但同一时间，加密衍生品市场的交易量和增长率均已超过现货市场，**币安**、**火币** 等顶级交易所的衍生品交易量已远胜现货交易、成为主要业务。

#### **Coinbase Ventures**：全球最活跃的加密投资者之一，致力于构建加密生态系统

**Coinbase Ventures** 成立于 2018 年，至今已投资了超过 100 个项目，并在 2020 年加快了对加密货币的投资，完成了 44 项少数股权或代币投资。在资金配置方面，**Web3**、中心化金融（**CeFi**）和托管是前三名，占有所有投资的 60%，**DeFi** 占 11%。

#### 收入模式：收入增长主要由零售客户驱动

**Coinbase** 的运作方式类似于传统的证券交易所，作为交易中介，促成客户之间的加密货币买卖，向每笔交易收取交易费。2020 年，零售客户的交易费率约为 1.42%，远高于机构客户约 0.05% 的交易费率，零售交易费收入占交易费收入的 95%、总收入的 81%。2020 年，订阅和服务收入约为交易量的 0.023%。当发生意外系统崩溃时，**Coinbase** 将使用自己的加密资产完成交易，2020 年加密资产销售收入占总收入的 10%。从 2019 年到 2020 年，交易费用则维持在交易量的约 0.01%。剔除基于股票的薪酬支出，2020 年，**Coinbase** 的调整后净利润率为 30.7%，调整后 **ROA** 和 **ROE** 分别为 9.5%、53.7%，超过全球主要交易所。

## **DeFi 的崛起对 Coinbase 来说既是挑战，也是机遇**

**DeFi**，即去中心化金融，已经成为加密世界最热门的分支。根据谷歌趋势，去年，全球“DeFi”的在线搜索量呈指数增长。截至 2020 年 12 月 31 日，全球 DeFi 应用和协议的等价价值超过 150 亿美元。

包括 **Coinbase** 在内的中心化交易所正面临来自 **DeFi** 交易所（DEX）日益激烈的竞争。据 Tokeninsight，去中心化现货交易量在 2020 年初约占中心化交易所交易量的 0.01%，这一指标在 2020 年 9 月上升到 3%，并在 2020 年 12 月保持在 1% 以上。目前世界上最大的 DeFi 交易所 Uniswap V2 自 2020 年 5 月上线以来，在不到一年的时间里，交易量已超过 1.7 万亿美元。

**Coinbase** 正在积极拥抱 **DeFi** 生态。2020 年，Coinbase 投资了 Uniswap。此外，Coinbase 还投资了 Compound、Paradex、synthex、dYdX 等 DeFi 协议和交易所。Coinbase 钱包允许用户连接到 DeFi 应用程序和自我托管的加密资产，其 WalletLink API 帮助 DeFi 开发者接受加密支付。

## **加密市场的激烈竞争和不稳定的加密货币价格为 Coinbase 的经营带来了较高的不确定性**

加密货币现货交易市场竞争激烈，排名前 10 位的交易所仅占总交易量的 16%。币安、火币和 OKEx 在 2020 年保持领先地位，市场份额分别为 4.6%、2.4% 和 2.1%。2020 年 Coinbase 的交易量占整个市场的 0.9%，在所有 CEX 中排名第 8 位。

加密货币价格的高波动性可能会给 **Coinbase** 的盈利能力带来下行风险。截至 2021 年 3 月 15 日，比特币/美元的 60 天波动率为 4.99%。比特币是 Coinbase 平台上占比最高的资产，达 70%，贡献了 44% 的收入。为了降低公允价值相关风险，Coinbase 并不持有大量加密货币。公司每天进行定期检查，在作为交易收入收取的加密资产价值达到 100 美元时将其转换为法定货币，但每次转换金额不超过 5,000 美元。

与大多数公司不同的是，**Coinbase** 的 IPO 将不涉及募资，而是旨在为现有投资者提供流动性。它没有合约锁定协议或其他对股东的限制。

## 本周新闻

2021年3月23日

### 空中云汇在 D 轮扩展融资中筹集 1 亿美元，估值 26 亿美元

支付

空中云汇

跨境金融科技支付平台空中云汇在 D 轮扩展融资中筹集 1 亿美元，将其估值提高至 26 亿美元。空中云汇于 2020 年 4 月疫情期间进行了第一轮 D 轮融资，并于 2020 年 9 月完成 4,000 万美元的 D+轮融资。2020 年，空中云汇与 Visa 合作推出了多币种借记卡、与 Xero 合作进行银行信息集成、发布中小企业奖励计划并开始接受在线支付。新资金将用于推动公司的全球扩张，探索新的合作伙伴关系，并继续产品和项目创新。（来源：[TechCrunch](#)）

2021年3月23日

### 企业支付公司 AvidXchange 准备在 2Q21 进行 IPO，估值超过 70 亿美元

支付

AvidXchange

中小企业支付自动化公司 AvidXchange 正在准备 2021 年第二季度的 IPO，估值可能超过 70 亿美元。AvidXchange 提供基于 SaaS 的单一平台，通过 AvidPay 覆盖超过 60 万家供应商的网络帮助企业自动支付、开票和会计。AvidXchange 每年处理约 1,200 万笔付款，总价值达 1,400 亿美元。其现有投资者包括 Mastercard 和 Peter Thiel。（来源：[Reuters](#)）

2021年3月23日

### 股票交易应用 Freetrade 融资 6,900 万美元

交易

Freetrade

免佣金的股票经纪应用 Freetrade 在 B 轮融资中筹集 6,900 万美元。该公司受益于大流行造成的经济动荡，经历了强劲增长，其客户达到 60 万，季度交易额超过 10 亿英镑，在瑞典开设了办事处。去年，Freetrade 完成了 710 万英镑的众筹，吸引了超过 1.3 万名个人投资者。（来源：[TechCrunch](#)）

2021年3月22日

### 印度借贷平台 KreditBee 筹资 7,000 万美元

借贷

KreditBee

印度数字借贷平台 KreditBee 的控股实体 Finnov 在 C 轮融资的第二轮中又筹集了 7,000 万美元。本轮融资由 TPG 支持的 NewQuest Capital Partners 和 Motilal Oswal PE 共同牵头。Finnov 在今年 2 月份的第一轮融资中筹集了 7,500 万美元。KreditBee 成立于 2018 年，专注于面向年轻专业人士的全栈数字借贷。它现在拥有超过 500 万客户。新筹集的资金将用于扩大其贷款组合，从无担保个人贷款延伸到包括担保贷款、保险和信用卡在内的其他产品。（来源：[The Economic Times](#)）

2021年3月22日

### Revolut 申请美国银行牌照

数字银行

Revolut

Revolut 已向 FDIC 和加州金融保护和创新部提交了银行牌照申请草案。Revolut 目前通过与大都会商业银行合作，在美国提供金融服务。自有银行牌照将使 Revolut 能够提供更广泛的产品，包括透支保护、贷款和存款账户。此前，Revolut 刚刚决定退出其在未获得银行执照的情况下进行了两年的试运营的加拿大银行市场。Revolut 目前持有欧盟银行牌照，并于 2021 年 1 月开始申请英国银行牌照。（来源：[TechCrunch](#)）

2021年3月20日

## 安达保险将以 232 亿美元收购竞争对手 Hartford

保险

安达保险/Hartford

全球保险公司安达保险提出以约 232 亿美元的现金和股票收购 Hartford，使 Hartford 获得 13% 的溢价。这可能是该行业多年来最大的交易之一。Hartford 是美国第二大工伤赔偿保险公司，提供一系列财产和意外伤害保险，包括汽车保险、房主保险和小企业保险。这次合并将有助于安达保险在小型商业领域进一步扩张。（来源：[Reuters](#)）

2021年3月18日

## 加密基础设施提供商 Fireblocks 筹资 1.33 亿美元

加密货币

Fireblocks

加密基础设施提供商 Fireblocks 在 C 轮融资中筹集了 1.33 亿美元。本轮融资由 Coatue、Ribbit 和 Stripes 牵头，纽约梅隆银行和 SVB 进行了战略投资。Fireblocks 向加密原生机构和交易所提供移动、存储和发行数字资产的基础设施，并计划与传统银行和金融科技公司发展更多合作。（来源：[TechCrunch](#)）

2021年3月18日

## TPG Rise Fund 将向 Airtel Money 投资 2 亿美元

支付

Airtel Africa/TPG

TPG 旗下影响力投资部门 Rise Fund 将向 Airtel Africa 的移动货币业务投资 2 亿美元，使其估值达到 26.5 亿美元。该业务在 Airtel Money 品牌下运营，旨在服务 14 个非洲国家的大量未获得充足银行服务的群体，提供移动钱包存取款、商户和商业支付、权益转移、贷款和储蓄、虚拟信用卡和国际货币汇款。Airtel 目前拥有 2,100 万移动支付服务用户，在最近一个季度获得了 1.1 亿美元的收入，EBITDA 为 5,400 万美元。（来源：[TechCrunch](#)）

2021年3月17日

## Chime 进行上市准备，估值有望达 300 亿美元

数字银行

Chime

美国数字银行 Chime 正在与投资银行探讨将使其估值达到 300 亿美元的 IPO，该 IPO 可能在 2021 年底之前完成。Chime 在 2020 年 9 月的 F 轮融资中融资 4.85 亿美元，估值 145 亿美元。它是美国增长最快的金融科技公司之一，拥有超过 10 亿美元的存款。Chime 将考虑所有可选择的上市方式，包括直接上市、传统 IPO 和 SPAC 上市。（来源：[Reuters](#)）

2021年3月15日

## 加密货币经纪商 BitPanda 成为奥地利首家金融科技独角兽

加密货币

BitPanda

加密货币经纪商 BitPanda 在 B 轮融资中筹集了 1.7 亿美元、估值达 12 亿美元，成为奥地利首家金融科技独角兽。本轮融资由 Valar Ventures 牵头，DST Global 跟投。而就在 6 个月前，BitPanda 刚于 A 轮融资中筹集 5,200 万美元。BitPanda 2021 年前两个月的收入已超过 2020 年的总收入，注册用户从 130 万增长到 200 多万。BitPanda 通过网站和移动应用程序使用户能够交易涵盖加密货币和贵金属的 50 多种投资资产，并计划进一步丰富产品种类。（来源：[TechCrunch](#)）

---

## 重要声明

---

### 分析师声明

我们，李蕾和吴若滢在此证明，(i) 本市场评论中表述的任何观点均精确地反映了我们对有关市场、公司及其证券的个人看法；(ii) 我们所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接与我们在本市场评论中所表达的具体建议或观点相联系，也不与尚乘环球市场有限公司的交易相联系。

### 尚乘环球市场有限公司

地址：香港中环干诺道中 41 号盈置大厦 23 楼 - 25 楼

电话：(852) 3163-3288 传真：(852) 3163-3289

---

## 一般性声明

---

市场评论由尚乘环球市场有限公司（“尚乘”）编制，仅供尚乘的客户参考使用，尚乘不会因接收人收到本市场评论而视其为客户。

本市场评论仅提供一般信息，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请。本评论内提到的证券可能在某些地区不能出售。本评论 (i) 不提供构成个人意见或建议，包括但不限于会计、法律或税务咨询或投资建议；或 (ii) 不考虑特定客户的特定需求，投资目标和财务状况。尚乘不作为顾问，也不会对任何财务或其他后果承担任何受托责任或义务。本市场评论不应被视为替代客户行使的判断。客户应考虑本市场评论中的任何信息，意见或建议是否适合其特定情况，并酌情寻求法律或专业意见。

本市场评论所载资料的来源被认为是可靠的，但尚乘不保证其完整性或准确性，除非有尚乘和/或其附属公司的任何披露。对于本市场评论提及的任何证券，其价值、价格及其回报可能波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。未来的收益不能保证，本金可能会损失。

研究报告所载的资料，估计，观点，预测和其他信息均反映发布评论当日的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改。如果本研究报告所述或提出的任何观点、预测，预报或估计发生任何变化或随后变得不准确、或尚乘撤消对该公司的研究，尚乘并无责任更新、修改或更正本研究报告的任何部分，或以其他方式通知接收方。尚乘及其附属公司或其任何董事或雇员（“尚乘集团”）并不明示或暗示地表示或保证研究报告中包含的信息正确、准确或完整。尚乘集团对使用或依据研究报告及内容不承担任何责任或义务。

本市场评论可能包含来自第三方的信息，例如信用评级机构的信用评级。除第三方事先书面同意，禁止以任何方式复制和再分发任何形式的第三方内容。第三方内容提供者不保证任何信息的及时性、完整性、准确性或可用性。第三方不对任何错误、遗漏或使用这些内容所获得的结果负责。第三方内容提供商不提供任何直接或间接的保证，包括但不限于任何用于特定用途适用性或适销性的保证。第三方内容提供商不对使用其内容造成的任何直接、间接、偶然、示范、补偿、惩罚、特殊或间接的损害、费用、开支、法律费用或损失（包括收入或利润损失和机会成本）负责。信用评级是意见声明，不是购买、持有或出售证券的行为或建议声明。第三方并没有强调所涉及的证券适用于投资目的，也不应该作为投资建议。

在有关的适用法律和/或法规允许的范围内：(i) 尚乘和/或其董事和雇员，可以作为被代理人或代理人，对本评论所涉及的证券或其他相关金融工具，进行买卖、建仓或平仓 (ii) 尚乘可以参与或投资市场评论中提及的证券发行人融资交易，或提供其他服务或承销；(iii) 尚乘可以对在市场评论中提到的发行人提供做市；(iv) 尚乘可能曾担任本评论提及证券公开发行的经办人或联合经办人，或者可能会在本评论中提及证券的发售过程中提供暂时做市，或可能在过去 12 个月内提供其他投资银行服务。

尚乘通过其合规政策和程序（如信息隔离墙和员工交易监控）来控制信息流和管理利益冲突。

**本市场评论所载内容的版权为尚乘所有，未经尚乘环球市场有限公司事先书面授权，本市场评论的任何部分均不得以任何形式转载或以任何形式转载给任何人。**

---