

源文件

ticker: COIN lang: ZH generated: 2026-01-24

\$COIN：以波动的经纪价格购买未来的金融管道

1. 执行摘要

我们对Coinbase Global, Inc. (COIN)发起**买入**推荐，概率加权目标价为**\$310**，较当前价格**\$217.97**有42%的上行空间。我们的论点基于市场的严重误判。市场继续将Coinbase视为一个高度周期性、以交易费用为驱动的加密货币经纪公司，将其价值与数字资产的波动价格挂钩。我们认为这种观点已经过时。Coinbase正在成功地转型为新兴代币化经济中不可或缺的高利润金融基础设施提供商。

公司正在为未来的金融构建链上操作系统。波动性强、现金生成的交易业务正在为一个持久的、高利润的平台业务提供资金，该平台业务建立在三个支柱之上：机构托管、基于稳定币的结算和现实世界资产（RWA）的代币化。这一转型已经开始，订阅和服务收入已成为收入的重要且稳定的贡献者。市场受制于传统模式，未能正确评估这一结构性转变。

我们的不同看法是，Coinbase的竞争护城河——无与伦比的品牌信任、严格的监管姿态以及深度集成的加密原生技术堆栈——比预期的更加持久。这一护城河将使Coinbase不仅能够捍卫其地位，还能在数万亿美元的资产上链时捕获不成比例的价值份额。尽管来自竞争和监管的风险是实实在在的，但当前的估值提供了一个极具吸引力的非对称风险收益比。我们正在以一个简单的周期性经纪公司的价格收购一个定义类别的下一代金融管道。这是一个在其经常性收入模式被市场完全认可之前投资于基础平台的难得机会。

总结：

- **推荐及信心水平：** 高信心买入。
- **关键论点驱动因素：** 市场错误地将Coinbase定价为周期性经纪公司，忽视了其成功转型为持久的高利润金融基础设施提供商——代币化经济的“链上操作系统”。
- **主要风险或终止条件：** 美国法院明确敌对裁定将以太坊或USDC等核心资产归类为未注册证券将从根本上损害该论点。
- **估值与当前价格：** 我们的概率加权公允价值为\$310，较当前\$217.97有42%的上行空间，乐观情景估值接近\$485。

2. 业务质量评估

Coinbase Global, Inc.是美国最大的上市加密货币交易所，为数百万零售用户和不断增长的机构客户提供购买、出售和存储数字资产的主要市场。公司通过两个主要业务部门产生收入：交易收入，来自交易量的费用，以及订阅和服务（S&S）收入，这是一种更稳定和经常性的收入来源，来自托管、质押、利息收入和平台费用等活动。

历史上，Coinbase的命运与加密市场的繁荣和萧条周期密不可分，交易费用构成其收入的绝大部分。这使得业务在收入和盈利能力上都面临极端波动，导致市场赋予其低质量、周期性经纪公司的倍数。然而，这种历史观点掩盖了目前正在进行的深刻战略转型。

管理层正在有意重构业务，以成为新的基于代币的金融系统的基础设施层。战略目标是通过建立一套高利润、经常性收入服务来减少对波动交易费用的依赖。这一转型依赖于公司核心资产的杠杆作用：

1. **无与伦比的品牌信任：** 在一个历史上充斥着欺诈和失败的行业中，Coinbase培养了作为合规、安全的“避风港”的声誉。这种信任是其最有价值的无形资产，使其成为风险规避机构的默认入口。

- 2. 监管护城河：**通过积极与监管机构接触并遵守严格的合规标准（如KYC/AML），Coinbase建立了一个显著的监管护城河，新进入者或离岸竞争者难以复制且成本高昂。这在其被选为11个现货比特币ETF中的8个的托管人时发挥了重要作用。
- 3. 集成技术平台：**Coinbase提供的端到端生态系统远远超出了简单的交易。这包括机构级托管、主经纪服务、质押基础设施，最重要的是其自己的Layer-2网络Base。这一集成堆栈创造了高转换成本和强大的网络效应。

“链上操作系统”论点是我们的投资案例的基础，将Base L2网络视为战略支点。通过鼓励开发者和机构直接在Base上发行和管理资产，Coinbase将其角色从服务提供商转变为平台所有者。这在资产创建时捕获资产，将其嵌入Coinbase生态系统中，创造了持久、可防御的竞争优势，而简单托管等商品化服务无法提供。正如CEO Brian Armstrong所阐述的那样，愿景远不止于一个简单的交易所：

“我们正在超越仅仅是一个交易所。我们的目标是提供完整的工具套件——托管、身份、支付和Base上的开发者平台——以帮助任何机构将任何资产上链。这是金融系统的未来。”

这一战略转型正在将Coinbase的商业模式质量从周期性、低护城河实体转变为持久、高利润的平台，具有显著的经常性收入和可防御的竞争地位。

3. 投资论点与不同观点

我们的投资论点是，市场对Coinbase应用的估值框架已经过时五年。共识观点仍然锚定于公司作为零售导向的加密赌场的遗产，根本误解了其未来现金流的性质和持久性。

市场的看法：市场将Coinbase视为加密资产价格的高贝塔代理。它认为该业务的特点是激烈的费用压缩、不存在的护城河以及来自去中心化交易所和传统金融（TradFi）公司的生存威胁。当前的远期市盈率**32.78**被视为对“经纪公司”来说昂贵，反映了近期增长预期，但未能考虑到业务质量的根本变化。实质上，市场在定价风险而不是平台。

我们的看法：我们认为Coinbase正在成功转型为“加密的AWS”——整个数字资产经济的基础、多产品基础设施提供商。周期性的交易业务是一个强大的现金生成引擎，为一个结构上有利的高利润平台业务提供资金。这个平台将从一组多样化的服务中产生粘性、经常性收入，这些服务与加密市场波动的相关性要小得多。

我们的不同观点建立在三个支柱上：

- 1. 护城河是真实且在加深的：**市场低估了Coinbase集成平台的协同效应。托管不是一个独立的、低利润的公用事业；它是机构资本的“前门”。一旦机构的资产在Coinbase的托管下，它们就会无缝集成到一个高转换成本的主经纪、质押、数据分析和链上治理工具的生态系统中。这种飞轮效应，由Base L2的网络效应放大，创造了一个简单、低费用托管人无法突破的护城河。
- 2. 收入结构转变是一个结构性重新评级事件：**市场将订阅和服务（S&S）收入的增长视为一个简单的多样化因素。我们将其视为股票完全重新评级的催化剂。随着S&S收入——由机构托管、质押和稳定币结算费用驱动——增长到占业务的大部分，公司估值倍数将脱离周期性经纪公司的比较，重新锚定到更高质量的金融基础设施和平台SaaS的比较。
- 3. “链上操作系统”创造了巨大的、被低估的选择权：**市场几乎没有为Base L2网络分配基本价值，将其视为一个投机性项目。我们将其视为公司长期战略的核心，旨在拥有链上经济的操作系统。通过在Base上捕获资产的创建点，Coinbase从服务提供商转变为平台所有者，创造了巨大的战略价值和下游收入机会。这种选择权在当前股票中以一个可以忽略的价格提供。

市场关注的是下一个加密周期。我们关注的是下一个金融架构。我们相信，随着这一成功转型的证据不断累积，市场将被迫放弃其传统框架，并重新将Coinbase视为其正在成为的定义类别的金融基础设施公司。

4. 估值

我们为COIN得出一个概率加权目标价为**\$310**，这意味着较当前价格**\$217.97**有42%的上行空间。我们的估值框架拒绝单一倍数方法，因为这无法捕捉Coinbase业务的混合性质。相反，我们使用概率加权情景分析，支持通过分部加总（SOTP）模型来对业务的不同组成部分进行估值，并考虑一系列潜在结果。

概率加权情景分析

我们的情景设计旨在捕捉公司面临的关键不确定性：机构采用的速度、基础设施转型的成功以及基础加密市场的周期性。

情景	概率	目标价	关键假设	加权价值
乐观情景	25%	\$485	RWA代币化加速，Base L2成为主导平台，S&S收入超过总收入的60%，导致以SaaS为主的倍数重新评级。	\$121.25
基准情景	50%	\$320	基础设施转型的稳步执行，继续在机构托管中保持领先地位，适度的加密市场周期。S&S收入达到总收入的约50%。	\$160.00
悲观情景	25%	\$120	TradFi成功将托管商品化，长期加密寒冬导致交易收入停滞，基础设施转型未能实现规模。公司回归低倍数周期性经纪公司。	\$30.00
总计	100%			\$311.25

我们概率加权的目标价约为\$310，反映出高度有利的非对称风险收益比。

分部加总 (SOTP) 模型 - 基准情景 (\$320)

我们的SOTP模型剖析业务，为每个部门应用适当的估值，为我们的基准情景提供基础。

业务部门	估值方法	关键假设与理由	价值 (\$B)	价值/股
1. 核心交易所	12倍前瞻市盈率	\$1.4B的周期性调整净收入。12倍倍数是2022-23年低谷(8-10倍)的溢价，但相对于成熟交易所(CME, 25倍)有折扣，反映增长和波动性。	\$16.8	\$74
2. 托管与质押	10倍前瞻收入	\$2.5B的前瞻S&S收入。10倍倍数反映SaaS股的毛利率(~70%+)和粘性、经常性特性，由Adyen和Bill.com等比较公司证明。	\$25.0	\$110
3. USDC利息	6倍前瞻净收入	\$800M的前瞻收入份额。6倍倍数反映稳定的现金流，但考虑到Circle主导地位的潜在监管和竞争压力。	\$4.8	\$21
4. Base L2 (选择权)	概率性风险投资价值	为网络的潜力分配一个适度的\$10B估值，反映其战略重要性和早期吸引力，折扣考虑执行风险。	\$10.0	\$44
5. 净现金与风险投资	资产负债表	净现金和现有风险投资按账面价值。	\$18.5	\$71
基准情景 SOTP价值			\$75.1B	~\$320

估值敏感性

我们估值的最关键驱动因素是高利润订阅和服务部门的增长率以及市场最终赋予它的倍数。下表显示了我们SOTP估值对这两个关键变量变化的敏感性。我们的基准情景以粗体显示。

S&S收入倍数				
	6x	8x	10x	12x
S&S前瞻收入增长				
15% CAGR	\$255	\$285	\$315	\$345
20% CAGR	\$268	\$302	\$335	\$369
25% CAGR	\$281	\$319	\$357	\$395

(注：表中显示每股隐含股权价值。我们的基准情景假设~22% CAGR达到\$2.5B前瞻收入和10倍倍数，与\$320目标一致。)

此分析确认，投资论点的关键在于成功执行向高增长、高利润基础设施业务的转型，从而获得溢价倍数。

5. 为什么空头是错的

尽管由更保守的框架提出的空头案例提出了关于估值和竞争的有效观点，但我们认为它从根本上误读了战略格局和Coinbase平台的质量。

空头论点#1：“市场正在对一个低利润的托管业务应用不当的SaaS倍数，该业务将被商品化。”

这一论点通过将托管视为孤立的进行了分类错误。确实，独立的单一资产托管（例如，为ETF持有比特币）正在走向商品化。然而，这不是Coinbase的业务。对于Coinbase来说，托管是一个深度集成的机构平台的战略锚。它是将客户吸引到高转换成本的主经纪、质押、链上治理、数据分析和结算服务生态系统的“前门”。竞争对手不能仅仅通过提供更便宜的托管产品来赢得；他们必须复制整个集成平台，这是一项耗时多年的数十亿美元的努力。价值在于捆绑，捆绑正当化了平台倍数，而不是银行公用事业倍数。

空头论点#2：“为未经验证的Base L2网络分配数十亿美元的估值纯属投机。”

将Base视为纯粹的投机与将其赋予成熟估值一样是分析上的错误。因为现金流尚不确定而将具有巨大选择权的战略增长计划估值为零是想象力的失败。Base是“链上操作系统”战略的支点。它创造了网络效应，并以其他产品无法做到的方式加深了护城河。我们的SOTP模型为Base分配了一个适度的风险投资风格估值，承认其高潜力和显著的执行风险。我们没有为一张彩票支付全价，但我们拒绝忽视我们在购买中获得了一张引人注目的票。空头在其保守主义中，免费丢弃了这个有价值的看涨期权。

空头论点#3：“TradFi公司将收购竞争对手，并利用其分销渠道在费用上压垮Coinbase。”

这一叙述高估了分销的力量，低估了整合和创新的挑战。即使一家大银行收购了一家加密托管公司，他们也面临两个巨大的障碍。首先是**技术和整合差距**。被收购的托管公司只是一个产品，而不是一个平台。将其整合到传统银行基础设施中，然后构建一个竞争的主经纪、质押和开发者服务套件是一个艰巨的挑战，需要数年时间。其次是**文化差距**。TradFi公司是为了运营和保护旧金融系统而建。Coinbase是一个加密原生组织，旨在在新系统中创新。这种文化DNA是一个强大、可防御的资产，无法被收购。威胁是真实的，但不是生存威胁。它将迫使Coinbase更快地创新，巩固其作为加密原生领导者的地位。

6. 关键分析张力

我们的信心是通过严格辩论三大分歧点形成的，这些问题将多头和空头分开。我们对这些张力的解决是论点的核心。

1. 张力：Base L2网络是战略护城河还是投机性赌博？

- **支持理由：** Base是“链上操作系统”的战略支点。通过鼓励资产直接在其平台上发行，Coinbase在创建时捕获资产，创造了巨大的转换成本和持久的竞争优势，将其从服务提供商转变为平台所有者。
- **反对理由：** 为未经验证的Base网络分配一个大的、独立的估值是智力捷径。相当于将一个1期药物试验的估值视为一个重磅药物的峰值销售倍数，未能反映出高风险的风险。

- **我们的解决方案：**我们拒绝两种极端。Base在战略上至关重要，具有巨大的、被低估的选择权。然而，它尚未成为成熟的、现金流动的资产。我们的估值框架为这一计划分配了一个适度但非零的价值（\$10B，约\$44/股）。这承认了其关键的战略角色和高回报潜力，而不为尚未赢得的胜利支付全价。战略价值目前超过了可证实的财务价值，可信的分析必须同时考虑两者。

2. 张力：TradFi竞争的威胁是生存性的还是可管理的？

- **支持理由：**像J.P. Morgan这样的公司可以收购一家加密托管公司，并利用其庞大的分销渠道以接近零费用提供基本托管，将Coinbase的核心机构业务商品化，并剥夺其为战略转型提供资金的现金流。
- **反对理由：**Coinbase紧密集成的主经纪、质押、数据和结算服务堆栈难以复制。技术和文化差距使得即使通过收购，传统机构也几乎不可能赶上Coinbase的加密原生平台。
- **我们的解决方案：**威胁是真实的，但主要集中在市场上利润最低、最商品化的端：简单的单一资产托管。Coinbase的可防御护城河在于其集成平台及其在复杂的加密原生服务（如多资产质押、链上治理）方面的专业知识。TradFi竞争将加速基本服务的费用压缩，迫使Coinbase在价值链上更快创新。这种压力最终是一个健康的催化剂，强化了其平台优先策略的战略必要性。

3. 张力：正确的估值方法是经纪公司还是平台？

- **支持理由：**Coinbase的核心仍然是经纪公司。其收入与加密价格高度相关。应以反映这种周期性的保守市盈率倍数（如10-12倍）进行估值，类似于其他金融交易所。
- **反对理由：**业务正在发生根本变化。S&S部门增长的高利润、经常性收入应获得反映其优质和增长前景的溢价金融基础设施或SaaS倍数（如10-15倍销售额）。
- **我们的解决方案：**将单一估值倍数应用于整个公司是分析错误。通过分部加总（SOTP）模型的混合方法是唯一诚实的方式。我们的模型对传统交易业务应用了保守的、周期性调整的倍数，同时对持久的订阅和服务部门赋予更高的、增长适当的倍数。这种混合方法正确反映了一个正在转型的公司的现实，是我们\$320基准情景估值的基础。

7. 催化剂

我们看到几个里程碑式的催化剂可能在未来18-24个月内释放价值，并迫使市场重新评估其叙述。

- **明确的监管清晰度：**美国通过主要稳定币立法（如未来版本的CLARITY法案）将为机构采用稳定币进行结算提供明确框架，降低S&S增长故事的核心支柱的风险。
- **“SOTP启动”信号：**一家主要卖方机构（如高盛、摩根士丹利）公开将COIN的估值框架从单一倍数方法转变为明确的SOTP模型。这将成为一个强大的外部信号，表明市场正式承认基础设施转型。
- **重大RWA合作伙伴关系：**宣布与全球前五大资产管理公司合作，直接在Coinbase的基础设施上发行重大代币化基金或资产类别，验证其作为RWA代币化首选平台的角色。
- **Base网络突破：**Base L2网络实现并维持关键采用指标，标志着产品市场契合度，如超过\$200亿的总锁定价值（TVL）并在一个季度内保持超过100万日活跃用户。

8. 风险与终止条件

我们的论点依赖于成功执行和可管理的监管环境。我们已确定具体的、可验证的条件，这些条件将使我们的核心假设无效。

- **监管伏击（硬终止条件）：**美国法院明确裁定以太坊或主要的美元支持稳定币如USDC为未注册证券且无明确合规路径。这将从根本上削弱数字资产生态系统和我们的论点。**行动：立即退出头寸。**
- **平台护城河侵蚀（硬终止条件）：**一家主要的TradFi竞争对手成功推出一个完全集成的数字资产平台（超越简单托管），并在24个月内占据链上机构资产市场的15%以上（不包括其自身的资产）。这将表明我们的护城河论点是错误的。**行动：退出头寸。**
- **战略转型失败：**订阅和服务收入未能在2027年底前增长到总净收入的40%以上。这将表明未能将商业模式从交易波动性中转移。**行动：大幅减少头寸并重新评估论点。**
- **费用压缩挤压：**订阅和服务部门的毛利率连续两个季度低于60%。这将证明即使是高价值服务也正在比预期更快地商品化，损害未来增长的资金引擎。**行动：将头寸减少一半，并将论点置于审查之下。**

9. 头寸规模理由

我们建议在Coinbase中启动**2.5%**的头寸。

这种规模反映了我们对长期论点的高度信心以及引人注目的非对称上行空间，同时尊重显著的短期风险。这些风险包括监管不确定性和基础资产类别的固有波动性，这可能导致与基本面无关的剧烈、叙述驱动的价格波动。

我们将寻求在发生关键去风险事件或催化剂时将头寸扩大到**4.0%**，例如通过联邦稳定币立法或顶级资产管理公司在平台上成功推出重大RWA产品。这种方法允许我们在参与显著上行空间的同时，在公司转型的不确定阶段管理风险。

10. 底线

我们建议在当前价格**\$217.97**买入Coinbase (COIN)，概率加权目标价为**\$310**。我们将启动**2.5%**的头寸，计划在进一步验证论点后扩大到4.0%。市场从根本上错误定价Coinbase为波动的加密经纪公司，忽视了其成功转型为代币化经济的基础、高利润基础设施。我们将被迫在敌对监管裁定将核心资产视为未注册证券或竞争对手通过快速获得显著市场份额证明我们的集成平台护城河论点错误时完全退出头寸。

来源

- [\[已验证的真实情况\] Yahoo Finance: COIN实时市场数据](#) — 股票数据 — [已验证 2026-01-24 03:41] \
- [来年10个加密预测2026](#) — 未知
- [Ripple 2026年10个令人震惊的加密预测](#) — 未知
- [2026年加密展望](#) — 未知
- [2026年加密导航](#) — 未知
- [数字经济拐点 2026年数字资产的期望](#) — 未知
- [观看](#) — 未知
- TheStreet — <https://www.thestreet.com/crypto/markets/ripple-10-shocking-crypto-predictions-2026> — Ripple对加密的预测，包括稳定币结算量。
- [Brian Armstrong Coinbase 加密访谈 2025](#) — 新闻
- [职位](#) — 未知
- [investor.coinbase.com](#) — 公司IR
- [链上资产代币化的相关性](#) — 未知
- [Brian Armstrong 希望 Coinbase 成为资产的亚马逊](#) — 未知
- [未命名](#) — 卖方研究 — BofA因产品速度、Base基础设施和Tokenize平台而上调COIN评级。强调市盈率压缩改善风险收益。
- [未命名](#) — 卖方研究 — 从中性上调至买入。关键发现：订阅和服务收入占总收入的40%（从五年前的<5%上升）。目标价\$303（34%上行）。
- [未命名](#) — 分析 — 指出政策变化和百慕大合作伙伴关系。标记风险：未来三年收益预测每年下降5.5%。
- [未命名](#) — 执行评论 — 市场结构是2026年加密的定义问题。认为区块链已被接受；未来取决于监管框架是否能实现点对点价值转移。
- [未命名](#) — 公司通讯 — Coinbase Ventures团队概述了2026年的战略兴趣：稳定币基础设施、支付重塑、RWA兴趣。确认意图但缺乏财务目标。
- [浏览](#) — SEC文件
- [www.swift.com](#) — 未知
- [www.bis.org](#) — 未知
- [finance.yahoo.com](#) — 新闻
- [链接](#) — 未知
- [数字资产战略](#) — 公司IR
- [RWA代币化](#) — 未知
- [稳定币市场影响](#) — 新闻
- [未命名](#) — SEC文件 — 10-K, 10-Q, 8-K文件。关键在于细分收入细目、机构AUM、基础设施转型的指导和管理层评论。
- [未命名](#) — 公司通讯 — 财报电话会议记录、新闻稿、投资者演示。战略优先事项和财务指标的直接声音。
- [未命名](#) — 链上数据 — Base生态系统的实时链上指标（TVL、交易量、排序器费用）。量化基础设施的吸引力。
- [未命名](#) — 公司数据 — USDC的交易量、采用指标和收入模型。量化稳定币结算机会。
- [未命名](#) — 第三方研究 — 机构加密采用趋势、托管市场分析、竞争定位。
- [未命名](#) — 利益相关者信号 — 员工对产品质量、基础设施可靠性、组织优先事项的看法。
- [未命名](#) — 社区讨论 — 用户对产品可靠性、功能请求、竞争比较的反馈。
- [未命名](#) — 新闻 — RWA代币化趋势、机构采用、监管发展。
- [未命名](#) — 第三方研究 — RWA市场规模、机构采用趋势、竞争分析。
- [未命名](#) — 新闻 — 稳定币市场发展、机构托管趋势、监管更新。
- [加密市场洞察](#) — 未知
- [区块链信](#) — 未知
- [观看](#) — 未知
- [黑石推出其首个代币化基金Buidl](#) — 新闻

- [链上美国政府货币基金](#) — 未知
- [链接](#) — 未知
- [默认](#) — 公司IR
- [浏览Edgar](#) — SEC文件
- [视频](#) — 新闻
- [观看](#) — 未知
- [机构加密采用](#) — 卖方
- [Coinbase](#) — 替代
- [职业](#) — 未知
- [ICE与Coinbase在24/7市场中的主导地位竞争](#) — 未知
- [收益](#) — 收益
- [Coinbase是否在悄悄重塑自己为一个全能E](#) — 新闻
- [Coinbase宣布2025年第四季度和全年财务业绩日期](#) — 新闻
- [默认](#) — 公司IR
- [2025年回顾 Coinbase市场的突破年](#) — 未知
- [Onyx](#) — 未知
- [未命名](#) — 行为数据 — 提供Coinbase的Base L2的实时链上指标，包括TVL、交易量和活跃用户。对于跟踪网络的采用和吸引力至关重要。
- [未命名](#) — 法律文件 — 跟踪金融创新和技术21世纪法案（FIT21）的状态，这是为“监管清晰度”催化剂提供特定、可观察事件的关键立法。
- [未命名](#) — 独立分析 — 提供关于加密生态系统的深入研究报告，包括基于潜在排序器收入的Layer 2网络估值框架，帮助奠定投机性估值假设的基础。
- [未命名](#) — 市场数据 — 提供浮动股的空头利息百分比和股票借贷费率的数据，必要时量化空头挤压的风险。
- [www.tokenizedassetscoalition.org](#) — 未知