# Coinbase Global（COIN.O）

更新報告

**買入**

2026 年 10 月 30 日

## 預測市場托底交易收入，零售活躍度仍待修復

- **主要財務資料：**2026Q3 總收入 12.2 億美元（環比持平，同比-35%），略高於一致預期的 12.1 億美元。在全市場加密交易量環比下滑 10%、波動率降至多年低位元的背景下，交易收入 5.9 億美元，環比僅-1.5%；訂閱與服務收入 5.7 億美元（環比+3%），占淨收入 49%。調整後費用 9.75 億美元低於指引下限，調整後 EBITDA 3.33 億美元（環比+60%），高於一致預期 2.86 億美元。GAAP 淨利 7.2 億美元主要來自 7.15 億美元的加密投資公允價值收益，調整後淨利僅 0.78 億美元。
- **預測市場成為新增長引擎：**預測市場年化收入已突破 2 億美元，自 2 月上線以來季度複合增速 82%，日均交易使用者環比+60%，超過一半的合約為非體育類（以加密二元合約為主）。預測市場與衍生品合計貢獻交易收入的 25%。公司已獲 CFTC 批准自建清算機構（DCO），後續可上線自有合約並改善分成。
- **用戶端仍偏弱，Q4 開局平淡：**MTU 降至 740 萬，連續第四個季度下滑；零售現貨交易量 234 億美元，為 2023 年四季度以來最低。截至 10 月 25 日 Q4 交易收入約 1.65 億美元，日均水準與 Q3 基本持平。Q4 調整後費用指引 10.07-11.57 億美元，環比上升主要來自 Hyperliquid USDC 獎勵分成的全季影響及預測市場行銷投入。
- **目標價 200 美元，買入評級：**維持買入評級，目標價下調至 200 美元（9.2x 2027E PS），較現價有 25%上行空間。我們下調 2026-2028 年收入預測至 50.9/57.4/67.9 億美元（前次 77.6/88.4/91.3 億美元），2027 年預測較一致預期低約 16%。股價年初至今已下跌約 29%，已較充分反映交易量低迷；公司在弱市中份額持續提升、EBITDA 保持為正，預測市場、衍生品與穩定幣帶來多元增長，一旦交易量回暖經營杠杆釋放空間較大。
- **風險因素：**加密週期風險、利率與穩定幣收益風險、競爭加劇風險、安全事件風險、監管不確定性、宏觀環境。


**金煊**

**852-25321960**

**Lexy.jin@firstshanghai.com.hk**


### 主要資料

| | |
|---|---|
| 行業 | 金融服務 |
| 股價 | 160.59 美元 |
| 目標價 | 200.00 美元 (+25%) |
| 股票代碼 | COIN |
| 已發行股本 | 2.65 億股 |
| 總市值 | 425.18 億美元 |
| 52 周高/低 | 342.80 美元/139.11 美元 |
| 每股帳面價值 | 49.59 美元 |
| 主要股東 | Brian Armstrong（12.34%） |
| | THE VANGUARD GROUP Inc.（9.47%） |
| | Blackrock, Inc.（6.33%） |
| | State Street（3.62%） |

### 表：盈利摘要

| Fiscal year ending Dec. 31st (in $M) | | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Revenue | | 6,564 | 7,181 | 5,094 | 5,742 | 6,788 |
| | yoy growth | 111.16% | 9.40% | -29.07% | 12.73% | 18.22% |
| Net Income | | 2,579 | 1,260 | (107) | 275 | 844 |
| | yoy growth | 2618.81% | -51.13% | -108.51% | -356.51% | 206.79% |
| EPS(Adjusted) | | 9.48 | 4.36 | -0.61 | 1.03 | 3.15 |
| | yoy growth | 2462.16% | -53.99% | -114.06% | -267.43% | 206.79% |
| P/S 160.59 USD | | 6.5 | 5.9 | 8.3 | 7.4 | 6.2 |

資料來源：公司資料，第一上海預測

### 股價表現

資料來源：Yahoo Finance

# 26Q3 業績情況

## 收入企穩、費用收縮，利潤好於預期

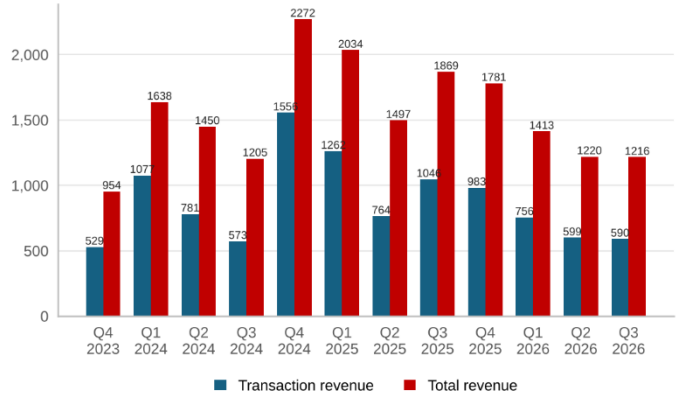
Coinbase 2026 年第三季度實現總收入 12.16 億美元（環比基本持平，同比-35%），略高於 Visible Alpha 一致預期的 12.10 億美元。在全市場加密交易量環比下滑 10%、加密資產波動率降至多年低位元的環境下，交易收入環比僅下降 1.5%，預測市場的快速增長對沖了現貨交易的疲軟；訂閱與服務收入環比增長 3%，占淨收入比重升至 49%。費用端，5 月重組的效果全面體現，調整後費用環比-6%，推動調整後 EBITDA 環比增長 60%至 3.33 億美元。

**主要財務資料**

1) 總收入：12.16 億美元，環比持平，同比-35%；其中淨收入 11.60 億美元，企業利息及其他收入 0.55 億美元（環比-16%）。
2) 交易收入：5.90 億美元（環比-1.5%，同比-44%），高於一致預期 5.78 億美元；零售 4.50 億美元（環比持平），機構 0.92 億美元（環比-8%），其他 0.48 億美元（環比+2%）。
3) 交易量：總交易量 1.21 萬億美元（環比-7%），其中現貨 1,345 億美元（零售 234 億、機構 1,111 億）、衍生品 9,859 億美元；加密交易量市占率升至 10.7%（去年同期 5.6%），連續第四個季度提升。
4) 預測市場：年化收入突破 2 億美元，日均交易使用者環比+60%；預測市場與衍生品合計占交易收入的 25%。
5) 訂閱與服務收入：5.70 億美元（環比+3%，同比-20%），接近 5.0-5.8 億美元指引上限；穩定幣收入 3.07 億美元（環比+5%），平臺內 USDC 平均餘額創新高至 220 億美元（同比+49%）；區塊鏈獎勵 0.86 億美元（環比+3%）；利息及融資費收入 0.69 億美元（環比+4%）。
6) 用戶與資產：MTU 740 萬（環比-3%，同比-20%）；平臺資產 3,766 億美元（環比+53%），占加密總市值 12.5%，回到歷史高位；Coinbase One 付費用戶同比+24%，連續第五個季度創新高。
7) 費用：總運營費用 11.54 億美元（環比-13%）；調整後費用 9.75 億美元（環比-6%），低於 9.8-10.8 億美元的指引；交易費用占淨收入 16.8%，因預測市場相關交易所費用增加而略高於“中雙位數”指引。
8) 經營利潤與 EBITDA：經營利潤 0.62 億美元（Q2 為虧損 1.13 億美元）；調整後 EBITDA 3.33 億美元（環比+60%，同比-58%），連續第 15 個季度為正。
9) 淨利潤與資本：GAAP 淨利 7.19 億美元，攤薄 EPS 2.51 美元，主要來自 7.15 億美元加密投資公允價值收益；調整後淨利 0.78 億美元。期末現金 86 億美元、可用資源約 110 億美元；年初至今回購 12.5 億美元，剩餘授權約 20 億美元。

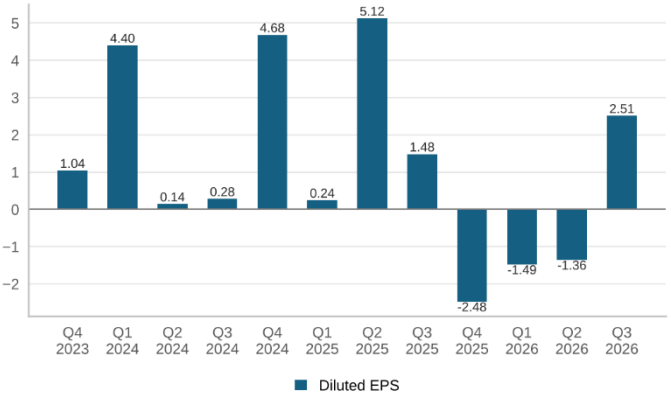

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

## 圖表 1:交易收入和總收入（$M）



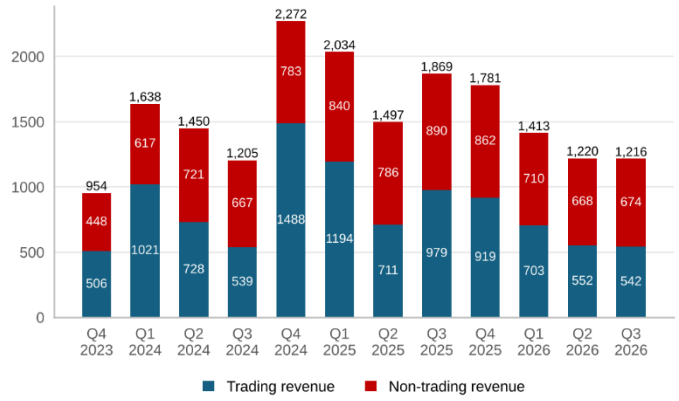

資料來源：公司資料，第一上海

## 圖表 2：每股收益（$）



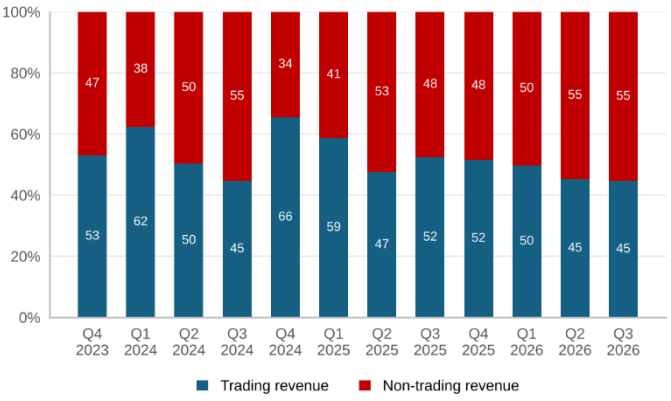

資料來源：公司資料，第一上海

## 圖表 3：交易收入和非交易收入（$M）



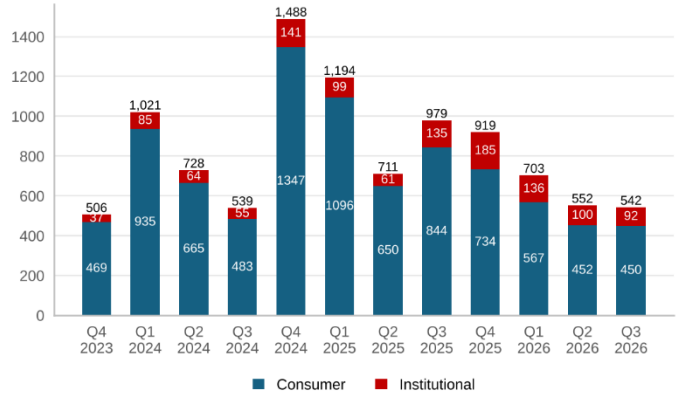

資料來源：公司資料，第一上海

## 圖表 4：交易收入和非交易收入占比



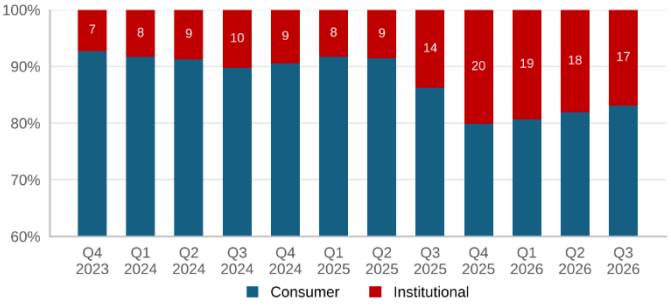

資料來源：公司資料，第一上海

## 圖表 5：交易收入按客戶類別（$M）




資料來源：公司資料，第一上海

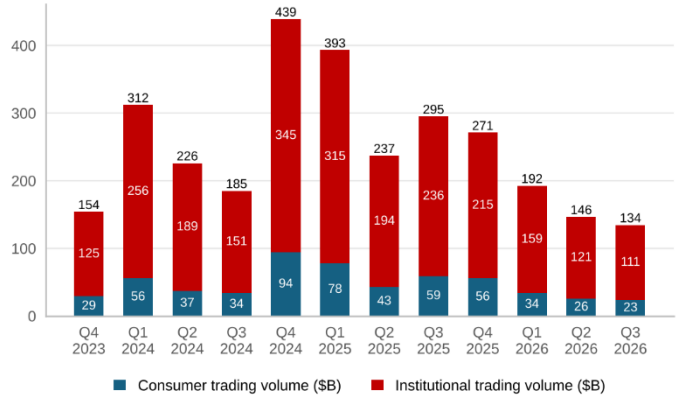
## 圖表 6：交易收入按客戶類別占比




資料來源：公司資料，第一上海

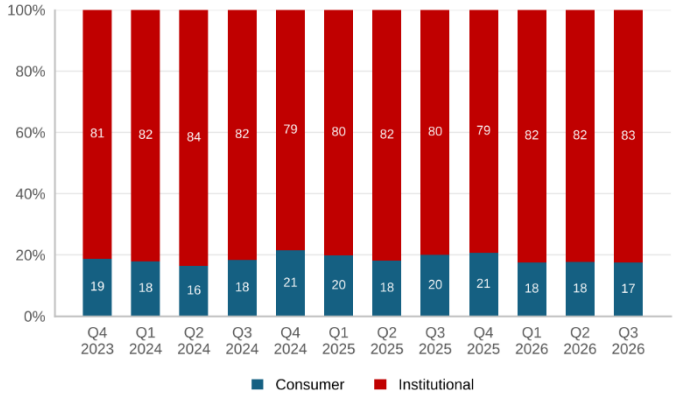

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

## 圖表 7：現貨交易量按客戶類別（$B）



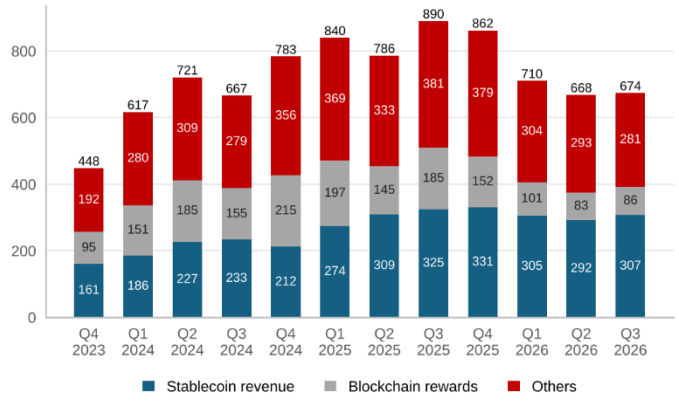

資料來源：公司資料，第一上海

## 圖表 8：現貨交易量按客戶類別占比



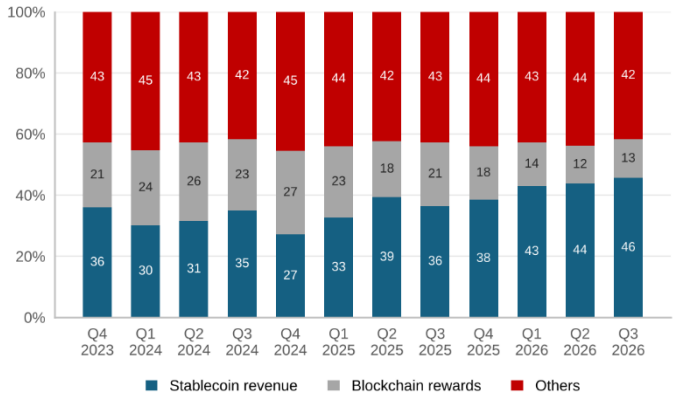

資料來源：公司資料，第一上海

## 圖表 9：非交易收入按類別（$M）



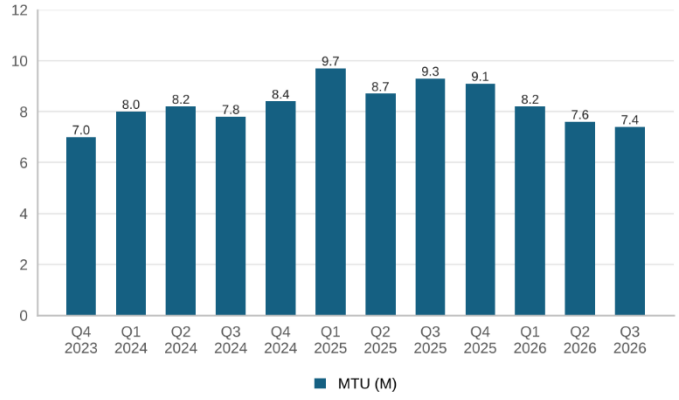

資料來源：公司資料，第一上海

## 圖表 10：非交易收入按類別占比



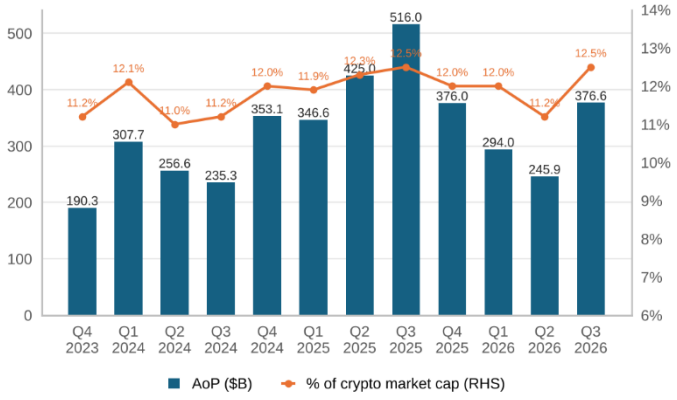

資料來源：公司資料，第一上海

## 圖表 11：每月交易使用者（百萬）




資料來源：公司資料，第一上海

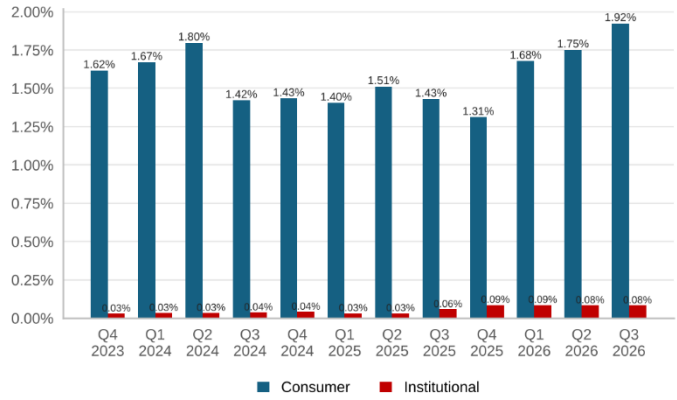
## 圖表 12：平臺資產（$B）及占加密總市值比例




資料來源：公司資料，第一上海

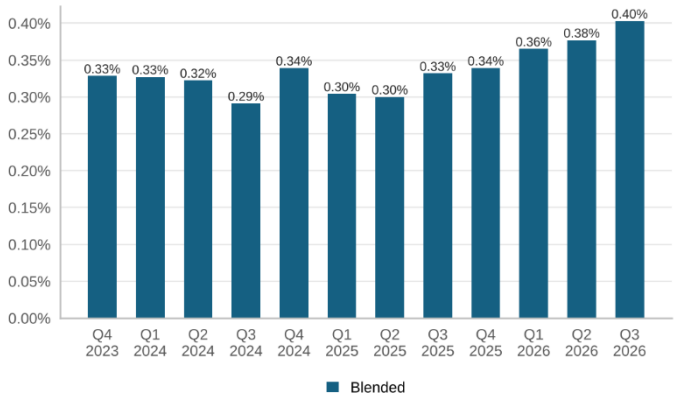

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 13：交易費用率按客戶類別



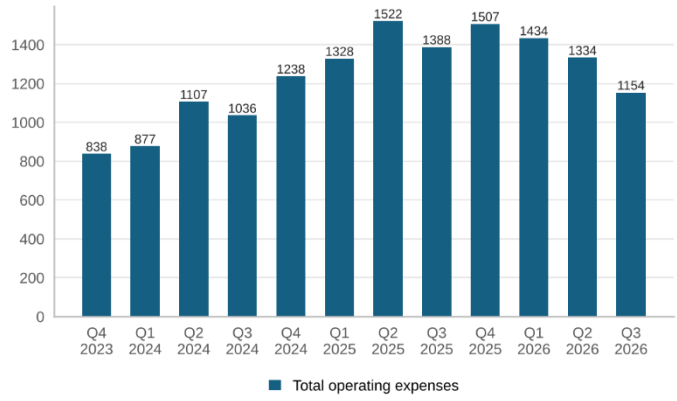

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 14：混合交易費用率



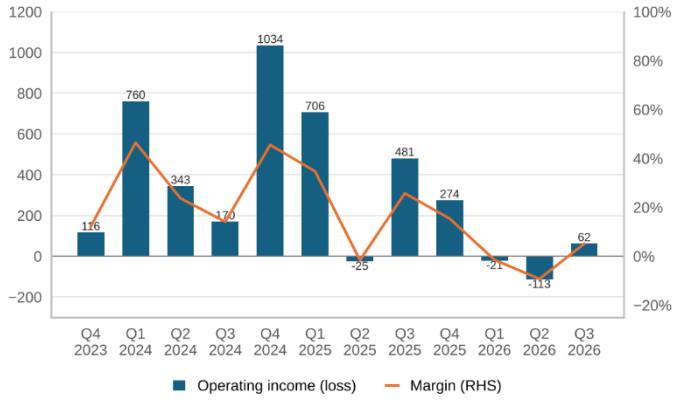

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 15：營業費用（$M）




資料來源：公司資料，第一上海

圖表 16：營業收入（$M）及收入比率




資料來源：公司資料，第一上海

# 業績會管理層要點

## 押注預測市場與 Agentic Finance，Q4 費用環比上行

**Agentic Finance 是最大的新機遇：**CEO Brian Armstrong 表示，未來經濟中 AI 代理數量將超過人類，代理需要代為交易、支付和融資；協力廠商研究預計 2030 年代理將處理 3-5 萬億美元交易。Coinbase for Agents 的交易量和使用者數周環比增長約 20%，但絕對規模仍小。公司目標是打造“AI 能力最強的金融帳戶”，以 Base、USDC 和 x402 協議構成全棧。

**預測市場：**CFO Alesia Haas 稱該業務是公司歷史上增長最快的產品之一，Q3 日均交易使用者環比+60%，超過一半交易來自非體育合約，主要為加密二元合約，公司認為在這一領域具備天然優勢。公司已獲 CFTC 批准自有 DCO，可上線自有合約、提升經濟效益，但未給出時間表，Kalshi 仍是重要合作方。目前產品僅在簡易版 App 提供，後續將推廣至 Coinbase Advanced 及機構客戶。管理層強調預測市場對現貨交易沒有明顯蠶食，Q4 將首次加大行銷投入，將其作為獲客和用戶召回工具。

**Everything Exchange 與衍生品：**衍生品交易量過去兩年複合增速 179%，市占率連續四個季度提升。INTX 與 Deribit 已於 10 月完成整合，公司稱將成為唯一同時服


本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

務美國與非美使用者的統一受監管全球交易所，但短期交易量可能因參與者適應新平臺而波動。Coinbase Pro 將于 Q4 重新上線；Deribit 期權已向美國機構開放，零售版本仍在推進。CFO 預計 CFTC 將批准個股永續合約。

**穩定幣與支付：**Coinbase 獲取約 50%的 USDC 經濟收益，平臺內 USDC 約占流通量的 30%。與 Hyperliquid 的 USDC 獎勵分成屬於定制化大單，管理層稱不具可複製性，其成本將在 Q4 完整體現在銷售費用中。支付端已簽約花旗、Cloudflare、Shopify、Checkout.com 等客戶，CDP 支付量季度複合增速 160%，但管理層坦言尚未對財務產生實質貢獻。

**代幣化股票：**非美地區代幣化股票上線以來交易量約 30 億美元，產品具備真實股東權利，可獲分紅並正在落實投票權，目前主要通過 Base 的 Sequencer 費用變現。SEC 推出創新豁免後公司將研究美國方案，暫無時間表。

**費用與資本：**2026 年調整後費用指引再次下調至 41.5-43.0 億美元，中值同比約-1%。管理層預計 Q4 到 2027 年 Q1 費用不會有明顯變化，2027 年全年指引將於明年初公佈。公司繼續擇機回購以對沖股權激勵稀釋，資產負債表已累計購入約 1.8 萬枚比特幣。此外公司計畫于明年重新梳理收入披露口徑。

**安全：**針對 10 月 29 日幣安被盜事件，公司稱未發現自身平臺受到影響。管理層承認 AI 可能正在加劇行業攻擊風險，公司與 OpenAI、Anthropic 合作做安全測試，並已啟動託管系統的抗量子升級。

**Q4 指引：**截至 10 月 25 日交易收入約 1.65 億美元；訂閱與服務收入 5.5-6.3 億美元，中值環比+3%，受益于更高的平均利率和季度至今的幣價；交易費用占淨收入“中雙位數”；調整後費用 10.07-11.57 億美元，環比上升主要來自 USDC 獎勵、績效行銷以及專業服務費回到 Q2 水準；股權激勵約 2.4 億美元。

# 業績點評

## 多元化對沖週期，但零售交易仍是主要拖累

**圖表 17：2026Q3 業績與市場一致預期對比（百萬美元）**

| 項目 | 26Q3 實際 | 一致預期 | 差異 | 環比 | 同比 |
|---|---|---|---|---|---|
| 總收入 | 1,215.6 | 1,209.7 | +0.5% | -0.4% | -35.0% |
| 交易收入 | 590.2 | 578.3 | +2.1% | -1.5% | -43.6% |
| 零售交易收入 | 450.1 | 440.9 | +2.1% | -0.3% | -46.6% |
| 機構交易收入 | 91.7 | 99.0 | -7.4% | -8.4% | -32.1% |
| 訂閱與服務收入 | 570.2 | 564.2 | +1.1% | +2.7% | -20.4% |
| 穩定幣收入 | 306.9 | 295.9 | +3.7% | +5.1% | -5.4% |
| 區塊鏈獎勵 | 85.7 | 89.6 | -4.3% | +2.9% | -53.6% |
| 總運營費用 | 1,153.9 | 1,248.4 | -7.6% | -13.5% | -16.9% |
| 經營利潤 | 61.7 | -38.7 | N/M | N/M | -87.2% |
| 調整後 EBITDA | 332.9 | 285.8 | +16.5% | +60.2% | -58.4% |
| GAAP 淨利潤 | 718.7 | 6.1 | N/M | N/M | +66.2% |
| 攤薄 EPS（美元） | 2.51 | -0.08 | N/M | N/M | +67.3% |
| MTU（百萬） | 7.4 | 8.2 | -10.0% | -2.6% | -20.4% |
| 平臺資產（十億美元） | 376.6 | 312.1 | +20.7% | +53.2% | -27.0% |

資料來源：公司資料，Visible Alpha，第一上海

**收入品質好於表面：**收入與一致預期基本持平，但結構有改善。全市場加密交易量環比-10%，公司交易收入僅-1.5%，零售交易收入基本持平，主要靠預測市場對沖。零售現貨交易量環比-9%，零售收入卻持平，按現貨交易量計算的混合費率由

此升至 0.40%（圖表 14）。訂閱與服務收入占淨收入 49%，穩定幣收入環比+5%，平臺內 USDC 餘額連續 14 個季度創新高。公司對單一幣價週期的依賴正在下降。

**利潤超預期，部分來自費用時點：**調整後 EBITDA 高於一致預期 16%，主要來自費用端：一是 5 月重組帶來的人員成本下降，二是部分專業服務費從 Q3 推遲到 Q4。Q4 費用指引中值環比上升約 11%，S&M 將因 Hyperliquid USDC 獎勵和預測市場行銷明顯抬升。我們預計 Q4 調整後 EBITDA 回落至約 2.3 億美元。GAAP 淨利 7.2 億美元主要來自加密投資的公允價值收益，屬於非經常性專案，不宜線性外推。

**零售活躍度是核心隱憂：**MTU 已連續四個季度下滑，零售現貨交易量 234 億美元為 2023 年四季度以來最低；平臺資產的回升主要來自 ETF 流入和幣價上漲，沒有轉化為交易活躍度。Q4 至今交易收入的日均水準與 Q3 持平，INTX/Deribit 整合短期可能擾動機構交易量，幣安被盜事件也可能壓制短期情緒，我們對 Q4 交易收入僅預測 6.0 億美元。

**穩定幣的“量增利薄”值得關注：**USDC 餘額增長依賴更高的獎勵支出（計入 S&M），Hyperliquid 這類大客戶分成會壓縮穩定幣業務的淨利潤率。穩定幣收入對利率高度敏感，目前利率上行是順風，一旦利率路徑反轉將直接影響約一半的訂閱與服務收入。

**結論：**公司正從“幣價 Beta”向“多資產交易平臺+穩定幣基礎設施”過渡，預測市場、衍生品、代幣化股票和 Agentic 支付都提供了期權價值，但這些業務的體量目前還不足以抵消零售現貨交易的週期性下滑。短期交易量仍是股價的主要變數，但公司在弱市中仍保持份額提升和正向 EBITDA，費用基數已明顯壓降，一旦交易量回暖，經營杠杆釋放空間較大。我們認為當前股價已較充分反映悲觀預期。

# 盈利預測與估值

## 目標價 200 美元，維持買入評級

我們根據三季報和 Q4 指引更新盈利預測：預計 2026-2028 年總收入分別為 50.9/57.4/67.9 億美元（前次報告預測 77.6/88.4/91.3 億美元），GAAP 淨利潤-1.1/2.8/8.4 億美元，調整後 EBITDA 10.7/16.3/23.4 億美元。2026 年預測與一致預期（52.2 億美元）接近；2027 年預測較一致預期（68.1 億美元）低約 16%，主要因為我們假設零售交易活躍度的修復更為漸進。

估值方面，我們將估值基準切換至 2027E，給予 9.2x PS（前次以 7.8x PS 估值），對應目標市值約 528 億美元、目標價 200 美元，較現價 160.59 美元有約 25%的上行空間，維持買入評級。目標價略低於彭博一致目標價 205.70 美元（覆蓋分析師中 64%給予買入評級）。

9.2x PS 的依據如下。現價對應 2026E/2027E PS 為 8.3x/7.4x。歷史上公司在 2021 年牛市高峰 PS 一度超過 30x，2022 年熊市回落至 1-2x，目前處於週期中低位。訂閱與服務收入占比接近一半、調整後 EBITDA 連續 15 個季度為正，業績下限較以往週期明顯抬高。我們的 2027 年收入預測低於一致預期約 16%，已較為保守，給予高於當前 2027E 水準的倍數，主要反映交易量修復後的盈利彈性以及預測市場、衍生品、代幣化股票等新業務的期權價值。

潛在上調評級的催化劑包括：交易量與波動率回升；預測市場自有合約上線並改善分成；CLARITY 法案取得實質進展；Coinbase Pro 重新上線以及 INTX/Deribit 整合帶動機構份額提升。敏感性方面，若 2027 年收入達到一致預期水準，按相同倍


本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

數估值對應目標價約 237 美元；若倍數回落至當前 2027E 的 7.4x，對應目標價約 161 美元。

# 風險因素

**加密週期風險：**收入與加密資產價格及交易量高度相關。MTU 已連續四個季度下滑，若市場持續低迷，交易收入可能進一步萎縮。

**利率與穩定幣收益風險：**穩定幣收入對利率高度敏感，若利率下行，或 USDC 獎勵及分成成本（如 Hyperliquid）繼續上升，訂閱與服務收入及利潤率將承壓。

**競爭加劇風險：**預測市場（Kalshi、Polymarket、Robinhood 等）、衍生品（Hyperliquid 等去中心化平臺）及傳統券商的多資產平臺競爭加劇，費率有下行壓力。

**安全事件風險：**行業安全事件頻發（如 10 月 29 日幣安被盜事件），AI 可能放大攻擊能力，若發生平臺級安全事件將對用戶信任和業績造成衝擊。

**監管不確定性：**市場結構立法（CLARITY 法案）推進節奏存在不確定性，預測市場、永續合約及代幣化股票的監管框架仍在演進。

**宏觀環境：**全球利率走勢及風險資產情緒對加密市場具有系統性影響，地緣政治事件可能觸發快速回檔。


本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

# 主要財務報表

**Income Statement**

<in $ M>, Fiscal year ending Dec. 31st

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| Revenue | 6,564 | 7,181 | 5,094 | 5,742 | 6,788 |
| Transaction expense | 898 | 1,020 | 776 | 871 | 1,002 |
| Technology and development | 1,468 | 1,671 | 1,906 | 1,910 | 1,967 |
| Sales and marketing | 654 | 1,059 | 1,049 | 1,108 | 1,196 |
| General and administrative | 1,300 | 1,620 | 1,412 | 1,432 | 1,489 |
| Operating (loss) income | 2,307 | 1,435 | -144 | 422 | 1,133 |
| Total operating expenses | 4,257 | 5,746 | 5,238 | 5,320 | 5,654 |
| (Loss) income before income taxes | 2,943 | 1,522 | -127 | 344 | 1,055 |
| Benefit from income taxes | 364 | 262 | -19 | 69 | 211 |
| Net income (loss) | 2,579 | 1,260 | -107 | 275 | 844 |
| Comprehensive income (loss) | 2,559 | 1,292 | -99 | 275 | 844 |
| Depreciation and amortization | 128 | 188 | 256 | 248 | 248 |
| Interest expense | 81 | 85 | 84 | 78 | 78 |
| **Adjusted EBITDA** | **3,348** | **2,808** | **1,075** | **1,630** | **2,341** |
| | | | | | |
| Growth | | | | | |
| Total revenue (%) | 111.2% | 9.4% | -29.1% | 12.7% | 18.2% |
| Adjusted EBITDA Margin (%) | 51.0% | 39.1% | 21.1% | 28.4% | 34.5% |

**Financial Analysis**

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Profitability** | | | | | |
| Operating profit margin (%) | 35.1% | 20.0% | -2.8% | 7.3% | 16.7% |
| Adjusted EBITDA Margin (%) | 51.0% | 39.1% | 21.1% | 28.4% | 34.5% |
| Net profit margin (%) | 39.3% | 17.6% | -2.1% | 4.8% | 12.4% |
| | | | | | |
| **Operating performance** | | | | | |
| Transaction expense (%) | 13.7% | 14.2% | 15.2% | 15.2% | 14.8% |
| Technology and development (%) | 22.4% | 23.3% | 37.4% | 33.3% | 29.0% |
| Sales and marketing (%) | 10.0% | 14.7% | 20.6% | 19.3% | 17.6% |
| Effective tax rate (%) | 12.4% | 17.2% | 15.3% | 20.0% | 20.0% |
| | | | | | |
| **Financial Status** | | | | | |
| Total Liabilities/Total Assets | 0.54 | 0.50 | 0.34 | 0.34 | 0.32 |
| Income/Net Assets | 0.64 | 0.62 | 0.45 | 0.49 | 0.54 |
| Operating cash flow/Revenue | 0.39 | 0.31 | 0.23 | 0.24 | 0.28 |

**Balance Sheet**

<in $ M>, Fiscal year ending Dec. 31st

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| Cash and cash equivalents | 8,544 | 9,958 | 10,193 | 10,658 | 11,650 |
| Customer custodial funds | 6,159 | 5,347 | 0 | 0 | 0 |
| Customer crypto assets | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Loan receivables | 475 | 475 | 475 | 475 | 475 |
| Accounts receivable, net | 265 | 339 | 291 | 387 | 525 |
| Other current assets | 278 | 278 | 278 | 278 | 278 |
| Total current assets | 18,113 | 18,617 | 13,284 | 13,674 | 14,633 |
| Crypto assets held for investment | 1,553 | 1,553 | 1,553 | 1,553 | 1,553 |
| Property and equipment, net | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Intangible assets, net | 47 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| Other non-current assets | 548 | 548 | 548 | 548 | 548 |
| **Total assets** | **22,542** | **23,046** | **17,713** | **18,103** | **19,062** |
| Custodial funds due to customers | 6,159 | 5,347 | 0 | 0 | 0 |
| Customer crypto liabilities | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Accounts payable | 63 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| Other current liabilities | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total current liabilities | 7,941 | 7,130 | 1,782 | 1,782 | 1,782 |
| Long-term debt | 4,234 | 4,234 | 4,234 | 4,234 | 4,234 |
| Lease liabilities non-current & other | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| **Total liabilities** | **12,265** | **11,454** | **6,106** | **6,106** | **6,106** |
| Retained earnings | 4,961 | 6,221 | 6,114 | 6,389 | 7,233 |
| Total shareholders' equity | 10,277 | 11,537 | 11,430 | 11,705 | 12,549 |
| Total liabilities and stockholders' equity | 22,542 | 22,991 | 17,536 | 17,811 | 18,656 |
| Operating assets | 10,171 | 11,487 | 11,502 | 11,892 | 12,851 |

**Cash Flow Statement**

<in $ M>, Fiscal year ending Dec. 31st

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Net income (loss)** | 2,579 | 1,260 | (107) | 275 | 844 |
| SBC | 913 | 839 | 959 | 960 | 960 |
| Deferred taxes | 151 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Realized (gain) loss on crypto assets | (759) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Crypto assets received as revenue | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Crypto asset payments for expenses | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| USDC | (450) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other operating activities | 122 | 115 | 304 | 152 | 109 |
| **Operating cash flow** | 2,557 | 2,215 | 1,156 | 1,387 | 1,913 |
| Capitalized internal-use software develop | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Changes in crypto assets held | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other investing activities | (282) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Investing cash flow** | (283) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Issuance of common stock upon exercise of stock options | 2,226 | (839) | (959) | (960) | (960) |
| Cash paid to repurchase equity awards | 602 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Debt issuance/repayment | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Financing cash flow** | 2,829 | (839) | (959) | (960) | (960) |
| | | | | | |
| **Cash changes** | 5,103 | 1,375 | 196 | 427 | 953 |
| Cash held at the beginning of the period | 9,555 | 14,611 | 15,987 | 16,183 | 16,611 |
| Curerency changes | (48) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cash held at the end of the period | 14,611 | 15,987 | 16,183 | 16,611 | 17,564 |

資料來源：公司資料，第一上海預測



本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

**第一上海證券有限公司**
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2026 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。