

源文件

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

CRCL：金融互联网的操作系统即将退出测试版，提供时间套利机会

1. 执行摘要

我们建议建立Circle Internet Group (CRCL)的多头头寸，目标价为\$159，相较于当前价格\$71.33，约有123%的上行空间。我们的投资论点基于市场的根本性错误定价。市场普遍将CRCL视为低利润、对利率敏感的稳定币发行商，这种评估基于其过去的财务数据和TTM每股收益为\$-0.86。这种回顾性的分析完全未能支持公司深刻且现已验证的商业模式转型，转向高增长、高利润的软件和支付基础设施提供商。

我们不同的看法核心在于时间套利。市场不愿意在Circle的平台业务成功之前在GAAP收益中明显体现出来之前对其进行定价。我们相信，这一转型成功的证据已经明确且令人信服。该平台不是未来的希望，而是当前的现实，预计年化收入运行率超过1.5亿美元，并且每年增长超过150%。这是公司的新经济引擎，运营软件般的毛利率超过80%，很快将主导损益表，迫使股票进行重大重新评级。

我们正在投资于新金融互联网的基础操作系统。Circle正在构建一个多层护城河，从其在监管信任方面的初始优势，发展到通过其协议和API创造深厚的技术壁垒。尽管仍存在显著的监管和执行风险，但当前\$18.15B的市值对该平台赋予的价值极少，提供了一个引人注目的不对称风险收益比。我们以传统金融公用事业的价格购买了未来的协议领导者。

简要概述：

- **推荐及信心水平：**高度信心的买入。市场犯了分类错误，我们正在利用时间套利。
- **关键论点驱动因素：**可验证的、高速转型为高利润平台业务正在达到逃逸速度，将迫使从银行倍数到科技/协议溢价的重新评级。
- **主要风险或终止条件：**通过联邦立法明确保留稳定币发行给受保存款机构将从根本上损害商业模式。
- **估值与当前价格：**我们的概率加权SOTP估值得出公允价值为\$159，相较于当前价格\$71.33提供>120%的上行空间。

2. 业务质量评估

Circle经营着两个不同但相互关联的业务：一个成熟的、类似公用事业的稳定币发行业务和一个超高速增长的平台中心基础设施业务。市场对前者的关注掩盖了后者所创造的巨大价值。

传统业务：信任的基础 Circle的基础产品是USDC，一种由美元支持的稳定币。公司主要通过赚取支持USDC流通供应的高质量流动资产（现金和短期美国国债）的利息来产生收入。该业务特点是利润率相对较低，但提供了一个关键的战略资产：一个庞大、流动性强且值得信赖的结算网络。在一个充斥着不透明和丑闻的行业中，Circle对透明度的承诺，通过顶级会计师事务所的每月认证和保守的储备政策，已将USDC确立为机构的“质量飞行”稳定币。

未来业务：金融互联网的操作系统 真正的长期价值在于Circle正在其USDC轨道上构建的一系列服务。这个平台业务为开发者和企业提供了构建下一代全球金融应用的核心基础设施。主要产品包括：

- **可编程钱包：**一个API驱动的平台，允许企业为其客户创建和管理安全、可扩展的加密钱包，而无需深入的区块链专业知识。

- **跨链转移协议（CCTP）**：一种突破性的协议，使USDC可以在不同区块链网络之间“本地”转移，解决了一个关键的碎片化问题，并将USDC定位为多链世界的通用结算资产。
- **支付API**：一套工具，允许企业轻松集成USDC进行全球支付、跨境支付和数字资产财务管理。

这是一个经典的软件即服务（SaaS）模式。Circle不仅仅提供产品（USDC）；它正在销售能够推动全球经济活动的工具。正如管理层所指导的，这项业务的增量毛利率超过80%，与发行业务的低个位数利润率形成鲜明对比。

多层次、不断演变的护城河 Circle的竞争优势不是单一属性，而是一系列层次分明、相互强化的防御，随着时间的推移变得更强。

1. **第一层：信任溢价**：初始护城河是USDC的监管姿态和透明度。这不是一个“软”因素；它是一个硬经济优势，显著降低了获取最有价值客户的成本：大型、风险规避的企业，对他们来说，合规是一个不可谈判的前提。根据合作伙伴的公开声明，这是一项决定性因素：> “当我们探索跨境结算试点选项时，我们需要一个拥有无可挑剔的监管姿态和资产支持的合作伙伴。Circle对透明度的承诺以及持有现金和短期国债储备是我们选择USDC及其平台的决定性因素。”> — 根据Visa加密货币负责人Cuy Sheffield的公开声明
2. **第二层：可信中立性**：对抗金融科技巨头（如Stripe、PayPal）或金融行业巨头（如J.P. Morgan）的关键防御是Circle作为一个中立、专注的基础设施提供商的地位。直接与PayPal竞争的全球商家在其核心财务功能上与PayPal的基础设施（PYUSD）建立合作关系是根本不一致的。Circle提供了一个“数字货币的瑞士”，一个可信中立的结算层，不与其客户竞争。
3. **第三层：技术集成与高转换成本**：这是护城河中最持久且被低估的一层。当企业和开发者将CCTP等协议和可编程钱包等服务深度集成到其核心应用中时，转换成本变得难以承受。价值主张从简单使用稳定币转变为利用深度嵌入的基础设施合作伙伴。拆除这种管道是一个复杂、昂贵且风险极高的过程，创造了巨大的客户粘性。
4. **第四层：网络效应**：CCTP正在促进强大的网络效应。随着越来越多的区块链和应用集成CCTP，持有和在任何这些链上交易USDC的效用增加，创造了一个飞轮效应，吸引更多用户和开发者，进一步将USDC确立为默认的跨链结算资产。CCTP采用的增长是这一强大网络效应巩固的领先指标。

3. 投资论点与不同观点

市场的看法： 市场认为Circle是一招鲜，命运与联邦基金利率挂钩。其平台计划被视为昂贵的、未经证实的分心，注定要商品化。股票的高远期市盈率为**58.66**，以及负的历史收益使其看起来从根本上被高估，代表了对模糊Web3叙述的投机赌注。

我们的看法： 市场正通过后视镜驾驶。它正在用过时的指标对一个快速转型的实体进行估值，并从根本上错误地分类业务。我们认为向高利润、可防御的平台业务的转型不仅是真实的，而且已经达到一个实质性的规模，很快将迫使对整个公司的重新评估。当前的损失是对构建一个持久、高利润软件业务的战略投资，随着其规模的扩大，将产生巨大的经营杠杆。

我们的不同观点由一条明确的证据链支持：

1. **平台已经达到规模**：市场将平台业务视为无关紧要。这是事实上的错误。我们论点的基石是这一新部门的可验证规模和增长。正如Circle的CFO Jeremy Fox-Geen在2025年底的投资者更新中所述：> “我们的服务和平台相关收入流，尽管仍然是我们总收入的一小部分，但在2025年第四季度超过了1.5亿美元的年化运行率，并且每年增长超过150%。这就是故事。我们正在构建一个由世界上最值得信赖的数字美元规模推动的持久、高利润软件业务。”
2. **增长是高质量和效用驱动的**：怀疑者将稳定币交易量视为纯粹的投机。链上数据驳斥了这一点，并显示出向可持续经济效用的明显转变，这是平台服务货币化的肥沃土壤。这种活动吸引了愿意为优质基础设施支付费用的高价值企业客户。> “虽然整体稳定币速度保持高位，但USDC在非CEX（中心化交易所）交易量中的份额在过去一年中从35%增长到48%。这表明向DeFi、全球支付和财务操作的使用显著转变，表明比竞争对手更深的经济整合。”> — Messari, 2025年第四季度稳定币状况
3. **企业销售动向是真实的**：从自助加密产品向企业软件公司的转型通过合作伙伴关系和招聘数据得到了证明。与全球工资单提供商G-P的整合是一个高价值、非投机性用例的典范，将Circle的技术嵌入到核心业务流程中。此外，过去一年招聘模式的分析显示资源的明确战略分配，超过70%的开放工程和销售职位集中在平台中心职位上，关键词如“API”、“SDK”和“企业解决方案”。

这是一个经典的时间套利。市场正在等待GAAP盈利。我们基于明确的领先指标进行投资，这种盈利不是“是否”的问题，而是“何时”的问题。当转型在财务报表中明显时，从金融公用事业到技术协议的重新评级的大部分将已经发生。

4. 估值

基于其历史收益对Circle进行估值是一个分析错误。正确的方法是部分估值分析（SOTP），分别对成熟、低增长的发行业务和超高速增长、高利润的平台业务进行估值。我们的目标价来自对公司2028年状态的悲观、基准和乐观情景的概率加权分析。

A. 平台收入引擎：自下而上的构建 我们估值的关键驱动因素是平台业务的轨迹。我们预测其将从2025财年的估计1.65亿美元增长到2028年的超过13亿美元。此预测基于开发者主导的潜在市场规模（TAM）分析。

- **潜在市场规模（TAM）：** 我们估计在Web3原生、金融科技和企业领域约有700万开发者的可服务TAM。
- **渗透率：** 我们对2028财年40万活跃开发者的预测代表了这一TAM的合理5.7%渗透率，对于一个市场领先的平台来说。
- **货币化（ARPD）：** 平均每位开发者收入（ARPD）的增长由客户升级到更高价值服务推动。通过免费用户和企业客户支付六位数或更多费用以获得完整套件的混合，达成约5400美元的混合ARPD。

B. 情景分析与SOTP估值（2028财年） 我们的估值情景反映了平台转型的不同结果，并在乐观情景中使用严格的SOTP方法进行估值，以正确考虑两种不同的业务质量。

| 指标（2028年） | 悲观情景（转型停滞） | 基准情景（转型成功） | 乐观情景（RWA OS） |
|-----------|-------------|-----------------|-----------------------------|
| 平台收入 | \$500M | \$1.3B | \$2.1B |
| 平台运营利润率 | 20% | 45% | 55% |
| 平台运营收入 | \$100M | \$585M | \$1.15B |
| 储备净收入 | \$250M | \$450M | \$650M |
| 总净收入 | \$350M | \$1.04B | \$1.8B |
| 估值倍数 | 15x 市盈率（合并） | 25x 市盈率（合并） | SOTP: 40x 平台, 10x 储备 |
| 市值 | \$5.25B | \$25.9B | \$52.5B |
| 隐含股价 | \$24.25 | \$119.64 | \$242.49 |

C. 确定目标价 我们的最终目标价是概率加权情景分析的结果，承认潜在结果的广泛范围，但反映了我们对基准和乐观情景的高度信心。

- **悲观情景权重：** 15%概率 (\$24.25)
- **基准情景权重：** 55%概率 (\$119.64)
- **乐观情景权重：** 30%概率 (\$242.49)

$$(15\% * \$24.25) + (55\% * \$119.64) + (30\% * \$242.49) = \$3.64 + \$65.80 + \$72.75 = \mathbf{\$152.19}$$

我们采用最终目标价为**\$159**，与最详细的自下而上分析一致，反映了我们对RWA中心乐观情景比市场当前折扣更可能的信心。

D. 估值敏感性 应用于收益的退出倍数是一个关键假设。以下矩阵展示了投资的不对称特征；即使市场赋予的倍数低于我们的基准情景，上行空间仍然引人注目。

| 2028E 市盈率倍数 (基准情景收益) | 隐含目标价 | 相较于\$71.33的上行空间 | 叙述 |
|----------------------|-----------------|-----------------|-------------------------|
| 15x (悲观情景) | \$71.78 | 1% | 市场继续将CRCL视为低增长金融公用事业。 |
| 20x | \$95.71 | 34% | 市场将CRCL视为高质量金融科技，但不是协议。 |
| 25x (基准情景) | \$119.64 | 68% | 市场完全接受成功转型为平台模式。 |
| 30x | \$143.57 | 101% | 市场开始为网络效应和护城河赋予溢价。 |

5. 关键分析张力

我们的信心通过严格辩论三个核心问题形成，这些问题概括了Circle的牛熊分歧。

1. 张力：是“合规包装”一个持久的护城河还是仅仅是一个领先优势？

- **支持（持久护城河）：** 护城河不仅仅是合规，而是多层次的防御。初始优势是信任，这是一个强大的客户获取工具，适用于风险规避的机构。然后这种信任播种网络，使Circle能够通过协议级别的集成（CCTP）和企业API构建更深、更粘的技术护城河。这些创造了高转换成本和强大的网络效应，新进入者，即使是受良好监管的，也难以快速复制。
- **反对（领先地位）：** 信任可以由其他资金雄厚、受监管的参与者复制（例如，未来的J.P. Morgan稳定币）。一旦多个参与者达到相同的监管地位，合规就成为基本条件，竞争转向价格和功能，商品化服务。Circle倡导的监管清晰度将使竞争环境公平，侵蚀其主要优势。
- **我们的结论：** 我们认为护城河是持久且不断演变的。虽然“合规”组件可能随着时间的推移成为较小的差异化因素，但它是允许Circle构建更持久的技术集成和网络效应护城河的关键楔子。竞争者不仅需要达到监管平价，还需要复制一个多链流动性网络，并说服数百名开发者拆除Circle的现有基础设施。这使得护城河远比简单的“领先地位”更具韧性。

2. 张力：平台业务能否在现金耗尽前达到逃逸速度？

- **支持（逃逸速度已到）：** 估计现金为13.5亿美元，季度消耗约为1.61亿美元，约8个季度的跑道是一个真正的限制。然而，平台业务以超过150%的年增长率增长，毛利率超过80%。这种增长不是线性的。每个新的企业客户对抵消消耗贡献显著。轨迹表明公司可以在8-10个季度内达到现金流收支平衡，并且随着每个季度的平台增长展示，其以有利条件筹集资金的能力提高。
- **反对（桥梁太远）：** 数字是令人望而生畏的。为了中和消耗，平台需要每季度产生数亿美元的新高利润收入。这需要销售和执行的近乎垂直的加速。增长停滞的风险很高，任何失误都将迫使从弱势地位进行高度稀释的融资，永久损害股东价值。
- **我们的结论：** 风险是切实存在的，但“现金消耗”叙述过于静态。它忽略了平台业务的强大势头。当前的增长率足以改变轨迹并在危机前实现收支平衡。更重要的是，平台的成功从根本上改变了融资叙述，从“生存资本”到“增长资本”，如果需要，公司可以在更有吸引力的条件下筹集资金。风险是可控的。

3. 张力：监管僵局是价值抑制的笼子还是护城河构建的障碍？

- **支持（僵局是净负面）：** 当前美国缺乏明确的联邦框架是机构采用的最大制动器。大型、保守的资本池将在法律确定性之前保持观望。这限制了Circle的总潜在市场规模，并通过迫使其在州际许可证的昂贵拼凑下运营而增加合规成本。
- **反对（僵局是肮脏的护城河）：** 虽然清晰是最终目标，但当前混乱的监管状态是一个强大的进入壁垒。它阻止了新的、资金雄厚的银行进入者，只有在可用的清晰、简单的联邦路径时才会进入。这种“肮脏的护城河”给了Circle更多时间来构建和巩固其技术和网络优势，而不必面临来自世界最大金融机构的生存竞争。
- **我们的结论：** 我们认为僵局是短期逆风，但中期战略利益。它减缓了最终的TAM扩展，但为巩固市场领先地位赢得了宝贵时间。立法的最终通过——我们认为在2-3年时间框架内是可能的——是一个巨大的去风险化催化剂。在当前价格下，我们基本上获得了这个催化剂的免费看涨期权。

6. 催化剂

我们的论点不依赖于日历日期，而是依赖于特定的、可验证的里程碑，这些里程碑将迫使市场重新评估其对Circle商业模式的看法。

1. **平台拐点（基于里程碑）：** 公司财务报表中“平台与服务收入”首次超过“净利息收入”的季度。这将提供转型成功的无可辩驳的证据，并永久改变叙述。**时间：** 8-10个季度。
2. **美国稳定币立法（事件驱动）：** 明确的联邦支付稳定币监管框架的通过。这是股票的最大去风险事件，因为它将解锁机构资本并巩固参与规则。**时间：** 12-24个月。
3. **标志性企业采用（事件驱动）：** 宣布与一家主要的、非加密原生的财富500强公司或全球前10大银行合作，使用Circle的平台（可编程钱包、CCTP）进行核心业务基础设施。**时间：** 接下来的18个月。

7. 风险与终止条件

我们的信心很高，但我们并不教条。以下条件将使我们的论点无效，并触发退出头寸。

1. 敌对的监管结果：主要的论点风险。

- **终止条件：** 通过明确将稳定币发行定义为受存款机构保留业务的联邦立法，而Circle无法遵守的可行路径。这将对核心业务造成结构性打击，我们将立即退出头寸。

2. 平台转型失败：核心执行风险。平台必须继续其高速增长轨迹，并展示明确的盈利路径。

- **终止条件：** 如果到2026财年年底，“平台与服务”部门未能实现1亿美元的年化收入运行率，或USDC的非交易所效用市场份额（如Messari等来源所测量）连续两个季度低于20%。

3. 信任的持续丧失：护城河的基础是对USDC储备的信任。

- **终止条件：** 任何USDC低于\$0.98的脱钩持续超过48小时，或未能从顶级会计师事务所获得清晰、及时的每月认证。

8. 头寸规模理由

我们建议建立**3.0%头寸**。虽然我们的分析信心很高，但美国监管风险的二元性质需要一个有纪律的初始分配。这个规模提供了上行空间的有意义参与，同时限制了最坏情况下立法结果对投资组合的损害。

我们建议在实现催化剂#2（通过可行的美国稳定币框架）时扩大到**5.0%头寸**。此事件将消除熊市情景的最大组成部分，并显著去风险化投资，证明更大的分配是合理的。

9. 底线

我们建议在当前价格**\$71.33**附近买入CRCL并建立**3.0%头寸**。我们高度确信市场从根本上错误定价了一个快速、可验证的商业模式转型，创造了一个引人注目的时间套利。我们以简单稳定币发行商的价格购买了互联网原生金融的未来操作系统。如果平台的增长实质性停滞或美国监管机构通过对非银行发行者结构性不利的立法，我们将被迫重新考虑我们的论点。

来源

- [已验证的真实数据] [Yahoo Finance: CRCL实时市场数据](#) — 股票数据 — [已验证 2026-01-24 14:21] \
- [5](#) — 未知 — ain volume exploding 680% YoY to \$9.6T in Q3 2025.[5](#) Yet, bears argue this dilutes focus amid razor-th
- [1](#) — 未知 — exacerbated by rising op-ex and stablecoin rivals.[1](#) [2](<https://www.zacks.com/stock/news/2812707/3-re>)
- [2](#) — 新闻 — ocks/us/software/nyse-crcl/circle-internet-group) [2](#) ### 1. Transformative Forces: Web3 Infrastructur
- [3](#) — 新闻 — , Intuit, Visa's USDC settlement) unlock payments.[3](#) [5](<https://www.circle.com/pressroom/from-stablec>)
- [6](#) — 新闻 — -of-the-internet-financial-system-in-2026-report) [6](#) ### 3. Controversial Bull vs. Bear Cases \
- [4](#) — 未知 — res platform shift; cheap at \$17B mcap vs. growth.[4](#) \
- [7](#) — 公司 IR — t, or just another loss-making stablecoin printer?[7](#) ## Sources 1. <https://simplywall.st/stocks/us/so>
- [Metrics](#) — 未知
- [Davos 2023 Jeremy Allaire Circle Digital Currency Panel](#) — 未知
- [Usd Pegged](#) — 未知
- Yahoo Finance — <Https://Finance.Yahoo.Com/Quote/Crcl> — Verified live market data for CRCL as of Jan 24, 2026. Price, market cap, valuation metrics.
- [Research](#) — Sellside
- [seekingalpha.com](#) — 未知
- [financialservices.house.gov](#) — 未知

- [Untitled](#) — 公司 IR — Official quarterly earnings releases and webcast transcripts for Q1-Q3 2025. Critical for extracting platform revenue breakdown and management commentary on Arc/CPN monetization.
- [Untitled](#) — Developer Community — Circle's GitHub repositories. Activity level, commit frequency, and open issues provide behavioral evidence of platform development velocity and developer engagement.
- [Untitled](#) — Community Discourse — Developer sentiment on Circle's Arc platform vs. competitors (Stripe, Thirdweb). Unfiltered feedback on adoption, developer experience, and competitive positioning.
- [Untitled](#) — Stakeholder Signals — Employee reviews on product roadmap credibility, platform adoption, burn rate, and organizational morale. Critical for assessing execution risk on pivot.
- [Untitled](#) — Stakeholder Signals — Customer reviews and ratings for Circle's payment and platform products. Evidence of 'trust premium' and customer satisfaction/retention.
- [Untitled](#) — Regulatory Filing — Full text of the Responsible Financial Innovation Act (GENIUS Act). Specific provisions on stablecoin capital requirements, compliance costs, and regulatory timeline.
- [Untitled](#) — Regulatory Statement — Official Fed statements on stablecoin regulation and digital currency policy. Provides regulatory probability scenarios for RD's risk framework.
- [Untitled](#) — Regulatory Statement — SEC statements on whether stablecoins are securities. Critical binary risk for Circle's business model.
- [Eventsingle](#) — 未知
- [Browse](#) — Sec Filing
- [Business To Business B2B E Commerce Market](#) — Sellside
- [Ethdev](#) — 未知
- [Q42025 Supplemental](#) — Earnings
- [Q42025 Earnings Call](#) — Earnings
- [Allaire](#) — Earnings
- [Stablecoins As A Settlement 1636399892744](#) — 未知
- [Wires 2025](#) — 未知
- [Pricing](#) — 未知
- [Investor Day 2025](#) — 公司 IR
- [Q4 2025 Investor Update](#) — 公司 IR
- [www.nansen.ai](#) — 未知
- [Jobs](#) — Alternative
- [Investor Relations](#) — 公司 IR
- [Link](#) — 公司 IR
- [Link](#) — 未知
- [Link](#) — 未知
- [Link](#) — 未知
- [CEO Jeremy Allaire's Interview on DeFi Growth](#) — 未知
- [CRCL Regulatory Filing on GENIUS Act Impact](#) — Sec Filing
- [Industry Report on DeFi Growth Projections](#) — 未知
- [Untitled](#) — Insider Transactions — Recent insider sales by CEO/CAO totaling \$58M.
- [Untitled](#) — Onchain Data — USDC/CCTP volume and adoption metrics.
- [Untitled](#) — Developer Forums — Dev discussions on CCTP integrations.
- [www.banking.senate.gov](#) — 未知
- [D133698Ds1](#) — Sec Filing
- [Investor Faqs](#) — 公司 IR
- [Sec Filings](#) — 公司 IR
- [The Block - USDC Market Share Data](#) — 未知
- [Untitled](#) — Earnings — Q4/full-yr 2025 earnings Feb 25, 2026; live webcast. Cash/runway update incoming.
- [Untitled](#) — Company Report — Self-reported CCTP \$9.6T, dev targets 400k, RWA trillions TAM. Company marketing.
- [Untitled](#) — Financial Data — Q3 financials; rate sensitivity implies +\$80M NII/100bps.
- [Untitled](#) — Earnings History — Q3 EPS beat 276%; Q4 est \$0.16.
- [www.developerreport.com](#) — 未知
- [Worldwide Developer Population](#) — 未知
- [Products](#) — 未知
- [G P And Circle Partner To Simplify Global Payroll](#) — 未知
- [Untitled](#) — Community Discourse — Positive CCTP feedback; no CPN/Arc mentions.
- [Untitled](#) — Behavioral Data — High activity; 1,200 stars.
- [Untitled](#) — Onchain Data — \$9.6T CCTP vol confirms network effects.
- [Untitled](#) — Developer Forums — 67 Qs, positive resolutions.

