

# CIRCLE INTERNET GROUP (NYSE: CRCL)

## Q4/FY 2025 深度分析与估值更新

财报后股价重估版 | 2026 年 2 月 27 日

Day1Global Research Team | 数据截至 2026 年 2 月 27 日

### 一、核心数据快照 (截至 2026 年 2 月 27 日)

本报告所有财务数据均来自 Circle 官方 8-K 文件(2026 年 2 月 25 日)、Q4 Earnings Release 及 Earnings Presentation。市场数据来自 TradingView、Robinhood、Yahoo Finance。

#### 市场概况

指标	数值	变动/说明
当前股价	~\$87	Feb 27 盘中 (TradingView)
财报前收盘 (Feb 24)	\$61.37	52 周低\$49.90 (Feb 5)
财报日涨幅 (Feb 25)	+35.5%	收盘\$83.14 历史最大单日涨幅
Feb 26 收盘	\$83.01-\$87.07	盘后继续走高
市值 (基本股)	~\$206 亿	237.3M 基本股 x ~\$87
市值 (完全稀释)	~\$233 亿	267.8M 稀释股 (Q4 加权平均)
52 周区间	\$49.90 - \$298.99	当前位于区间 29%位置
52 周低点	\$49.90 (Feb 5, 2026)	ATL, 距 IPO 高点跌 83%
空头仓位	~11.7%	仍然较高
下次财报	Jun 3, 2026	Q1 FY26

### 股份结构 (来源: 8-K, 2025 年 12 月 31 日)

类别	股数 (百万)	说明
Class A 普通股	223.6M	已发行并流通
Class B 普通股	18.7M	已发行并流通 (控制权投票)
库存股 (Treasury)	(4.7M)	已回购持有
基本流通股	237.6M	223.6 + 18.7 - 4.7
Q4 加权平均 (基本)	236.7M	用于基本 EPS 计算
Q4 加权平均 (稀释)	267.8M	用于稀释 EPS 计算 (含期权/RSU)
Class A 授权	2,500M	上限

Class B 授权	500M	上限
------------	------	----

重要修正: 前版报告使用"242M 完全稀释股份"不够精确。官方 Q4 稀释加权平均为 267.8M。基本流通股 237.6M 更适合计算市值。

二、Q4/FY2025 官方财务数据核验

以下数据100%来自 Circle 8-K 及 Earnings Presentation，已逐项核对。

(A) 收入与盈利

指标	Q4 2025	Q4 2024	YoY 变化	FY 2025	FY 2024	YoY 变化
储备金收入	\$733M	\$433M	+69%	\$2,637M	\$1,661M	+59%
其他收入	\$37M	\$2.4M	+NM	\$110M	\$15M	+624%
总收入	\$770M	\$435M	+77%	\$2,747M	\$1,676M	+64%
分销+交易成本	\$461M	\$305M	+52%	\$1,664M	\$1,017M	+64%
RLDC	\$309M	\$131M	+136%	\$1,083M	\$659M	+64%
RLDC Margin	40.1%	30.0%	+1,004bps	39.4%	39.3%	+12bps
Net Reserve Margin	37%	30%	+700bps	37%	39%	-200bps
运营费用 (GAAP)	\$254M	\$130M	+95%	\$1,179M	\$492M	+140%
Adj. OpEx (旧)	\$144M	\$109M	+32%	\$508M	\$395M	+29%
Adj. OpEx (新)	\$133M	\$104M	+28%	\$478M	\$381M	+25%
GAAP 净利润	\$133M	\$4M	+NM	\$(70M)	\$157M	NM
Adj. EBITDA	\$167M	\$33M	+412%	\$582M	\$285M	+104%
Adj. EBITDA Margin	54%	25%	+29pts	54%	43%	+11pts

(B) 每股收益 (来源: 8-K 损益表)

EPS 指标	Q4 2025	Q4 2024	FY 2025	FY 2024
基本 EPS (持续经营)	\$0.56	\$0.00	\$(0.44)	\$0.33
稀释 EPS (持续经营)	\$0.43	\$0.00	\$(0.44)	\$0.30
共识预期 (Q4)	\$0.16	-	-	-
Beat 幅度	+169%	-	-	-

(C) 关键运营指标 (来源: 8-K)

指标	Q4 2025	YoY 变化	FY 2025	YoY 变化
USDC 流通量 (期末)	\$75.3B	+72%	\$75.3B	+72%
USDC 流通量 (平均)	\$76.2B	+100%	\$64.9B	+95%
储备金回报率	3.8%	-68bps	4.1%	-90bps
平台内 USDC (期末)	\$12.5B	+459%	\$12.5B	+459%
平台占比 (加权平均)	17.8%	+1,529bps	11.1%	+899bps
USDC 铸造量	\$82.4B	+107%	\$257.5B	+82%
USDC 赎回量	\$80.9B	+157%	\$226.1B	+85%
稳定币市占率	28%	+426bps	28%	+426bps
有效钱包数	6.8M	+59%	6.8M	+59%

链上交易量 (Q4)	\$11.9T	+247%	-	-
支持链数 (期末)	30	+14 in FY25	30	+14

(D) 资产负债表关键项 (来源: 8-K, 2025/12/31)

项目	Dec 31, 2025	Dec 31, 2024	变化
企业现金	\$1,526M	\$751M	+103%
企业持有稳定币现金	\$823M	\$294M	+180%
稳定币持有人储备金	\$75,068M	\$43,919M	+71%
应收账款	\$63M	\$6M	+NM
商誉	\$266M	\$170M	+56% (Hashnote)
无形资产	\$411M	\$331M	+24%
数字资产	\$87M	\$31M	+177%
稳定币持有人存款	\$74,913M	\$43,727M	+71%
可转债 (当期)	\$37M	\$0	重分类至当期
可转债 (非当期)	\$0	\$41M	重分类至当期
股东权益	\$3,331M	\$571M	+483% (IPO)
净现金头寸	~\$1,489M	~\$710M	+110%

### 三、FY2026 管理层指引 (来源: 8-K 第 5 页)

指标	FY25 实际	FY26 指引	隐含增长
USDC 流通量 CAGR	72% YoY	40% (多年穿越周期)	隐含年底~\$105B
其他收入	\$110M	\$150-170M	+36%~55%
RLDC Margin	39.4%	38-40%	稳定
Adj. OpEx (新口径)	\$478M	\$570-585M	+19%~22%
SBC + 相关税费 (指引)	\$566M (FY25 含 IPO)	\$219-249M (正常化)	-56%~-61%
D&A	\$77M	\$108-118M	+40%~53%
GAAP 运营费用	\$1,179M	\$929-994M	-16%~-21%
Circle Foundation 捐赠	\$23M	~\$17M	268,239 股 @ \$63.02

关键发现: Circle Foundation 2026 年捐赠估算使用 Feb 20 股价\$63.02。若按当前\$87 计算，实际 SBC 费用将更高(~\$23M)。FY26 SBC 指引\$219-249M 仍远低于 FY25 的\$566M。

四、估值模型重估 (基于\$87 股价)

核心变化: 股价从\$61.37 → \$87 (+42%)，市值从~\$146 亿 → ~\$206 亿。所有估值倍数相应上升。需重新评估风险收益比。

(A) 当前估值倍数 (基于\$87, 237.6M 基本股)

估值方法	分子/分母	倍数	说明
市值 (基本)	237.6M x \$87	\$20.7B	-
EV (企业价值)	\$20.7B - \$1.49B + \$0.04B	\$19.2B	现金\$1,526M-可转债\$37M
EV/FY25 Adj.EBITDA	\$19.2B / \$582M	33.0x	前版@\$61: 24.7x
EV/FY25 RLDC	\$19.2B / \$1,083M	17.7x	收入-分销成本
P/S (FY25)	\$20.7B / \$2,747M	7.5x	前版: 5.3x
P/RLDC (FY25)	\$20.7B / \$1,083M	19.1x	更有意义的收入指标
P/E (Q4 年化)	\$87 / (\$0.43x4)	50.6x	GAAP 稀释 EPS
P/E (FY25 GAAP)	N/A (亏损年)	NM	FY25 EPS = \$(0.44)
EV/FY26E EBITDA	\$19.2B / ~\$725M	~26.5x	假设 EBITDA 增长 25%
Fwd P/E (FY26E)	\$87 / ~\$1.50E	~58x	假设正常化 EPS

(B) FY2026E Adj.EBITDA 推导

假设参数	基准情景	乐观情景	保守情景
USDC 平均流通量	\$85B	\$95B	\$78B
储备金回报率	3.5%	3.7%	3.2%
储备金收入	\$2,975M	\$3,515M	\$2,496M
其他收入	\$160M	\$180M	\$150M
总收入	\$3,135M	\$3,695M	\$2,646M
RLDC Margin	39%	40%	38%
RLDC	\$1,223M	\$1,478M	\$1,005M
Adj.OpEx (新口径)	\$578M	\$570M	\$585M
RLDC - Adj.OpEx	\$645M	\$908M	\$420M
利息收入(企业现金)	+\$55M	+\$60M	+\$45M
其他调整	+\$25M	+\$30M	+\$15M
Adj.EBITDA (估算)	~\$725M	~\$998M	~\$480M
YoY 增长	+25%	+72%	-18%
EV/FY26E EBITDA @\$87	26.5x	19.2x	40.0x

关键假设: 基准情景假设美联储 2026 年再降息 50bps (FFR 降至 3.25%)，USDC 平均流通量\$85B (对应~30% CAGR vs 40%指引)。利率每变动 100bps，储备金收入影响~\$8.5 亿。

## 五、情景分析与目标价重估

### (A) 三情景目标价 (更新至\$87 基准)

情景	概率	USDC EOY27	FY27E EBITDA	倍数	目标价	vs 当前
牛市	20%	\$140B+	\$1.5B	25x	<b>\$150+</b>	+72%+
基准	55%	\$105B	\$950M	22x	<b>\$95</b>	+9%
熊市	25%	\$70B	\$480M	12x	<b>\$35</b>	-60%

概率加权目标价计算:

计算	数值
牛市贡献	20% x \$150 = \$30.00
基准贡献	55% x \$95 = \$52.25
熊市贡献	25% x \$35 = \$8.75
概率加权目标价	<b>\$91.00</b>
vs 当前\$87 上行空间	<b>+4.6%</b>

核心结论: 在\$87 的价位上，概率加权上行空间仅+4.6%，远不如前版\$61.89 时的+39%。风险收益比已大幅收窄。

### (B) 敏感性矩阵: 目标价 (USDC CAGR vs EV/EBITDA 倍数)

基于FY26E EBITDA 推导，假设储备金回报率3.5%，RLDC Margin 39%

CAGR \ 倍数	15x	18x	22x	25x	30x
15% (悲观)	\$28	\$35	\$44	\$50	\$62
25% (保守)	\$38	\$47	\$59	\$68	\$83
<b>30% (基准)</b>	\$45	\$55	<b>\$69</b>	\$80	\$97
35%	\$52	\$64	\$80	\$92	\$112
<b>40% (指引)</b>	\$60	\$73	<b>\$92</b>	\$106	\$129
50% (极牛)	\$76	\$93	\$116	\$134	\$164

解读: 当前\$87 对应约 30% CAGR + 25x 倍数，或 40%指引 CAGR + 22x 倍数。市场正在给予"部分相信指引"的定价。若 CAGR 仅 25% + 18x 倍数，隐含\$47 (下行 46%)。

### (C) 反向 DCF: \$87 隐含什么？

反向 DCF 假设	数值
当前 EV	~\$19.2B
WACC	12%
终端增长率	3%
终端 EV/EBITDA	15x
隐含 FY27E EBITDA	<b>~\$1.0B</b>
隐含 USDC CAGR (FY25-27)	<b>~22-25%</b>
vs 管理层 40%指引	市场给予~55-63%折扣

vs 前版@\$61 隐含 12-15% CAGR	市场预期已上调
---------------------------	---------

市场从\$61→\$87 的重估意味着: 投资者从"几乎不相信指引"调整为"部分相信指引"。但仍远未达到40%指引的完全定价(隐含\$92-130)。这留下了空间, 但也提高了失望的代价。



## 六、分析师评级与目标价 (Q4 后更新)

机构	评级	目标价	较前次变化
Seaport Global	Buy	\$280	维持 (Street 高)
Canaccord Genuity	Buy	\$160	下调自\$247
Needham	Buy	\$130	下调自\$190
William Blair	Outperform	-	重申
Wells Fargo	Overweight	\$111	下调自\$128
Goldman Sachs	Neutral	\$88	Jan 上调自\$79
Morgan Stanley	Equal-Weight	-	Feb 初新覆盖
Compass Point	Neutral	-	从 Sell 上调
Mizuho	Neutral	-	从 Underperform 上调
Wolfe Research	Sell	\$60	维持
共识 (16 人)	Buy	\$131	区间\$60-\$280

分析师分布: 8 Buy (50%) | 5 Hold (31%) | 3 Sell (19%)。注意多家大行在 Q4 后下调目标价但维持评级——这是对前期过高估值的修正，而非对基本面看空。

## 七、数据修正与核验日志

以下为本次更新中发现的前版数据差异及修正:

项目	前版数据	官方数据	修正说明
股价	\$61.89	\$87 (Feb 27)	财报后+42%重估
市值	~\$144 亿	~\$206 亿	基于 237.6M 基本股
完全稀释股份	242M	267.8M (Q4 稀释加权)	前版近似值偏低 10%
基本流通股	未区分	237.6M (A+B-Treasury)	首次精确列示
Q4 EPS (稀释)	正确\$0.43	\$0.43	确认无误
Q4 EPS (基本)	未列	\$0.56	新增
Q4 Net Income	正确\$133M	\$133.4M	四舍五入差异
FY25 GAAP 净损	正确\$(70M)	\$(69.5M)	四舍五入差异
Adj.EBITDA (FY25)	正确\$582M	\$582.2M	确认无误
可转债	\$36.8M	\$36.8M (全部当期)	确认: 全部重分类至当期
Q4 Other Revenue	\$37M	\$36.8M	正确 (四舍五入)
FY25 Other Revenue	\$110M	\$109.8M	正确 (四舍五入)
RLDC Margin Q4	40%	40.1%	微调
Adj.OpEx FY25 (新)	未标注	\$477.5M	新口径首次使用
USDC 市占率 QoQ	29% → 28% (-1%)	28% (期末)	前版 Q3 数据需验证
EV/EBITDA @\$61	24.7x	应为~25.1x	前版 EV 计算微调
平台占比	17.8%	17.8%	确认: 加权平均百分比
Circle Foundation 捐赠	未列	\$23.1M (FY25)	新增: 非现金费用项
SBC (Q4 持续化)	\$59M/季	\$59.4M	确认无误
企业现金	\$1,530M	\$1,526M	四舍五入修正
USDT 市占率	52-55%	~60% (Feb 26 数据)	前版低估 Tether 份额
稳定币总市场	~\$268B	USDT \$183.6B + USDC \$75.3B + 其他	Tether 在缩减

## 八、更新后的决策框架

风险收益比在\$87 已显著不同于\$61。前版结论"持有/逐步建仓"需要修改。

### (A) 评级变更

维度	前版@\$61	更新@\$87	变化原因
评级	持有/逐步建仓	持有/观望	上行空间收窄至+5%
信心度	中等	中等偏低	估值倍数扩张至 33x EV/EBITDA
风险收益比	非对称有利 (+39%/-43%)	接近中性 (+5%/-60%)	上行被 Price in
理想买入区间	\$45-50	\$55-65	上调至 EV/EBITDA 22-25x
重仓买入	\$38	\$45-50	安全边际价位上调
止盈区间	\$100+	\$110-130	对应概率加权牛市
目标配置	科技仓位 3-5%	2-3% (降低)	风险收益比恶化

### (B) 行动建议

**如果你已持仓 (@<\$65 成本):** 继续持有。当前\$87 已浮盈 30%+。可考虑在\$100-110 部分止盈(减持 1/3)。核心仓位保留至 Coinbase 续签明朗(Aug 2026)。

**如果你尚未建仓:** 当前\$87 并非理想入场点。建议等待回调至\$55-65 区间建仓。理由: (1) 财报催化剂已释放; (2) 下次财报 Jun 3 前 4 个月空窗期; (3) EV/EBITDA 33x 历史上偏高; (4) 空头仓位 11.7%可能引发轧空但也增加波动。

**如果股价回调至\$65 以下:** 重新进入"逐步建仓"区间。分批入场: 1/3@\$65, 1/3@\$55, 1/3@\$50。

### (C) 关键催化剂时间线

时间	事件	影响	策略响应
H1 2026	Arc 主网发布	正面催化	若成功 → 目标价上调 20-30%
Mar 2026	美联储利率决议	利率方向	降息 → 储备金收入承压
Jun 3, 2026	Q1 FY26 财报	增长验证	USDC 增长<15% QoQ → 减持
Aug 2026	Coinbase 合同续签	最大二元事件	条件有利 → 加仓 20%
Jul 2026	GENIUS 法案进展	监管确定性	通过 → 行业利好
H2 2026	Tether USAT 可能发布	竞争威胁	机构采用显著 → 减持

## 九、Mentor 点评: 从\$61 到\$87 学到什么?

Ruby, 在短短两天内 Circle 股价上涨 42%。这是一个非常好的实时案例来理解几个核心投资概念:

**教训一: Earnings Surprise 的力量。** Q4 EPS \$0.43 vs 共识\$0.16, beat 169%。Q4 收入\$770M vs 预期\$748M, beat 3%。RLDC margin 40.1% vs 预期~37%。这三个维度的超预期共振引发了股价重估——不仅是当季数据好, 更是改变了市场对 FY26 增速的预期。

**教训二: 市场的"预期管理"。** 注意看 Canaccord 从\$247 → \$160、Needham 从\$190 → \$130——下调目标价但维持 Buy。表面矛盾, 实则合理: 之前的目标价建立在 IPO 初期过于乐观的假设上(FFR 不降、USDC 50%+ CAGR)。现在回归现实但仍看好, 说明分析师在"right-sizing"期望值。

**教训三: 风险收益比是动态的。** 我们@\$61 时概率加权目标是\$86(+39%上行)。现在到了\$87, 上行只剩+5%但下行风险依然是-60%。这意味着同一家公司、同样的基本面, 仅因为价格变化, 投资决策就应该完全不同。这就是为什么巴菲特说'Price is what you pay, value is what you get'。

**教训四: 数据源的层级。** 本次更新我们严格从 Circle 8-K 原文提取数据, 发现前版有些数据(如稀释股数 242M vs 实际 267.8M、USDT 市占率 52-55% vs 实际~60%)存在偏差。在华尔街, 一个错误的分母(股数)就可以让你的估值偏差 15%。一手数据>二手数据>观点, 永远如此。

### 给 Ruby 的挑战问题:

**问题:** 如果你是一个持仓成本\$55 的投资者, 现在\$87 你已浮盈 58%。你会怎么做? (A) 全部止盈锁定利润 (B) 持有等待更大催化剂 (C) 减持一半保留核心仓位 (D) 加仓因为股价趋势向上。请给出你的理由, 特别是用 Risk/Reward 的框架思考。

## 证据来源与数据优先级

### 一级数据 (官方一手):

1. Circle 8-K (2026-02-25): Q4/FY25 完整财务报表、股份结构、资产负债表、EBITDA 调节表
2. Circle FY 2025 Earnings Presentation (2026-02): 运营指标、指引、产品更新
3. Circle Q4 Earnings Release 新闻稿 (BusinessWire/StockTitan)
4. SEC EDGAR: <https://sec.gov/Archives/edgar/data/0001876042/>

### 二级数据 (市场):

5. TradingView: 实时股价\$86.93、市值\$19.55B、EPS beat 161.51%
6. Robinhood: 收盘\$83.01 (Feb 26), 日内\$82.46-\$85.35, 市值\$19.59B
7. Kraken/CoinGecko/Coinbase: USDC 流通量\$75.35B (Feb 27 实时)
8. CoinDesk: Tether USDT 市值\$183.6B、2 月下跌\$3.2B

### 三级数据 (分析师/观点):

9. Seaport Global (Jeff Cantwell): Buy/\$280 - Arc 催化剂
10. William Blair: Outperform - Q4 RLDC 高于预期 240bps
11. Canaccord/Needham: 下调目标但维持 Buy
12. Wells Fargo: Overweight/\$111 (下调自\$128)

13. Goldman Sachs: Neutral/\$88; Morgan Stanley: Equal-Weight
14. Morningstar: Fair Value \$78.42 (Feb 21 基础)