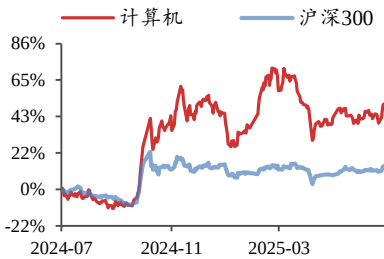


计算机

2025 年 06 月 30 日

投资评级：看好（首次）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《重视稳定和 AI 两大产业趋势——行业周报》-2025.6.29
- 《跨境通上线，重视跨境支付机会——行业点评报告》-2025.6.22
- 《持续看好稳定和 AI 应用投资机会——行业周报》-2025.6.22

稳定币迎来“奇点”时刻，产业大趋势已至

——行业深度报告

陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师）

liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520090001

● 稳定币正在成为连接传统金融与加密世界的桥梁

稳定币（Stablecoin）是一种价格相对稳定的加密货币，通常与法定货币（如美元、欧元）或商品（如黄金）挂钩。稳定币的诞生主要是为了解决加密货币价格波动过大的问题，目前正在成为连接传统金融与加密世界的桥梁。基于时效性高、交易成本低、透明度高特性，稳定币的应用场景正在从单一的加密货币交易，向更广泛的支付领域扩展，包括跨境贸易支付、零售支付创新及普惠金融等。根据 defillama 数据显示，截至 2025 年 6 月 23 日，全球稳定币总共有 264 种，总市值超过 2500 亿美元。据渣打银行预测，稳定币规模三年内将达 2 万亿美元。

● 欧盟、美国、中国香港相继出台稳定币法案，促进行业健康发展

稳定币市场的扩张离不开监管体系的完善，目前欧洲、美国、中国香港先后出台了稳定币条例，支撑稳定币市场的健康发展。2024 年 12 月 30 日，欧盟《加密资产市场监管法案》（MiCA）正式生效，这是全球首部专门针对加密资产的监管规则。2025 年 5 月，中国香港特别行政区政府在宪报刊登《稳定币条例》，该条例将于 8 月 1 日正式实施，将在中国香港设立法币稳定币发行人的发牌制度，完善对虚拟资产活动的监管框架。2025 年 5 月，美国参议院推进并表决通过了稳定币监管法案——GENIUS 法案，该法案不仅为美国加密资产提供了更清晰的监管框架，也为全球稳定币政策发展带来了深远影响和启示。

● 从 USDT、USDC，看全球主流稳定币的发展态势

(1) USDT：全球首个且市值最大的稳定币，由 Tether Limited 公司发行。其核心设计是与美元 1:1 锚定，用户持有的每一枚 USDT 理论上可兑换 1 美元现金。自 2014 年诞生以来，USDT 已发展为加密货币交易、跨境支付及 DeFi 领域的基础工具。**(2) USDC：**全球第二大稳定币，由 Circle 公司发行。Circle 成立于 2013 年 10 月，由 Jeremy Allaire 和 Sean Neville 创立，并于 6 月 5 日在美国纽交所（NYSE）成功上市。Circle 商业模式围绕 USDC 展开，其收入主要来源于储备金投资美国国债所产生的收益率。截至 2024 年底，Circle 总收入为 16.76 亿美元，其中储备金收益占总收入的 99.1%，总收入较 2023 年增长 15.57%。

● 投资建议

稳定币的应用场景从加密货币交易向更广泛的支付领域扩展，市场规模及交易活跃度迅速提升；美国、中国香港等地区相继推出稳定币法案，有望推动稳定币市场健康发展。此外，全球第二大稳定币厂商 Circle 自上市以来股价表现亮眼，引发市场高度关注。我们看好稳定币及 RWA 市场投资机遇，推荐朗新集团、博彦科技、卓易信息，受益标的包括连连数字、联易融科技、新国都、新大陆、拉卡拉、恒生电子、金桥信息、京北方、雄帝科技、四方精创、众安在线、高伟达、优博讯、天阳科技、信安世纪、中国光大控股、OSL 集团、协鑫能科、金证股份、安恒信息、信雅达等。

● **风险提示：**基础制度不完善；受市场参与者操纵风险；境内暂无法律规定。

目 录

1、 稳定币正在成为连接传统金融与加密世界的桥梁.....	3
1.1、 稳定币的应用场景从加密货币交易向更广泛的支付领域扩展.....	3
1.2、 稳定币市场规模快速扩大，交易活跃度显著提升.....	5
2、 美国、中国香港相继出台稳定币法案，促进行业健康发展.....	7
3、 从 USDT、USDC，看全球主流稳定币的发展态势.....	9
3.1、 USDT：全球流通量最大的稳定币	9
3.2、 USDC：全球第二大稳定币	11
4、 投资建议	13
5、 风险提示	14

图表目录

图 1： 2024 年第一季度传统模式下跨境汇款的平均成本率为 6.35%.....	4
图 2： 稳定币能实现更低的处理成本、更快的结算速度以及更好的跨境支付体验	5
图 3： 目前全球稳定币总共有 267 种，总市值超过 2500 亿美元（截至 2025.6.26）	6
图 4： USDT 在稳定币市场占据主导地位（截至 2025.6.26）	6
图 5： 稳定币在过去 12 个月的交易量为 33 万亿美元（截至 2025.5.31）	7
图 6： 稳定币占每日加密货币使用量的近三分之一.....	7
图 7： 金管局公布了三组沙盒参与者	8
图 8： 截至 2025 年 3 月 31 日 Tether 的总储备资产为 1492.745 亿美元.....	10
图 9： USDT 支持 Binance、OKX 等交易所交易	11
图 10： 2024 年 Circle 总收入为 16.76 亿美元.....	12
图 11： 2024 年 Circle 净利润为 1.56 亿美元.....	12
图 12： Circle 将约 90%的 USDC 储备金存入 Circle 储备基金	12
图 13： Circle 储备基金主要投资于美国国债和美国国债回购协议.....	12
图 14： 2022-2024 年，Coinbase 平台持有的 USDC 比例持续上升	13
表 1： 法币抵押型稳定币目前在市场中占据主导地位.....	3
表 2： 美国稳定币 GENIUS 法案旨在建立一套监管稳定币的制度	8
表 3： 自 2014 年成立至今，USDT 成为逐渐全球最大的稳定币	9
表 4： 推荐及受益标的盈利预测与估值（截至 2025.6.26）	14

1、稳定币正在成为连接传统金融与加密世界的桥梁

稳定币（Stablecoin）是一种价格相对稳定的加密货币，通常与法定货币（如美元、欧元）或商品（如黄金）挂钩。稳定币的诞生主要是为了解决加密货币价格波动过大的问题，目前正在成为连接传统金融与加密世界的桥梁。

依据抵押资产类型，稳定币主要可划分为法币抵押型、加密资产抵押型以及算法稳定币。（1）法币抵押型稳定币，如 USDT、USDC 等，凭借与美元等法定货币的 1:1 挂钩，依托充足的法币储备确保币值稳定，在市场中占据主导地位。（2）加密资产抵押型稳定币，以 DAI 为典型代表，借助以太坊等加密资产的超额抵押，借助智能合约实现去中心化的发行与管理，为用户提供了别样的稳定币选择。（3）算法稳定币，如 FRAX 等，试图通过复杂的算法调节供需关系，维持币价稳定，尽管尚在探索发展阶段，但已展现出创新潜力。

表1：法币抵押型稳定币目前在市场中占据主导地位

类型	法币抵押型稳定币	加密资产抵押型稳定币	算法稳定币
中心化程度	高	低	低
信用基础/抵押品	法币储备及非现金国债等资产（如美元、欧元等）	（1）加密资产现货抵押 （2）加密合成资产（如现货+衍生品头寸）	（1）部分抵+算法稳定机制 （2）纯算法稳定机制
抵押率	抵押率 100%；等值抵押	抵押率 100%-200%；超额抵押	无
代表稳定币	USDT、USDC、FDUSD	DAI、USDe、CrvUSD	AMPL、FRAX
核心风险	抵押品挤兑及流动性风险	资产脱锚及清算风险	脱锚及下跌死亡螺旋

资料来源：Techflow、开源证券研究所

1.1、稳定币的应用场景从加密货币交易向更广泛的支付领域扩展

基于时效性高、交易成本低、透明度高特性，稳定币的应用场景正在从单一的加密货币交易，向更广泛的支付领域扩展，包括跨境贸易支付、零售支付创新及普惠金融等。

● 加密货币交易

交易对基准货币：加密货币交易所使用 USDT 和 USDC 作为其基础交易对，用户使用它们来购买和出售不同的数字资产。

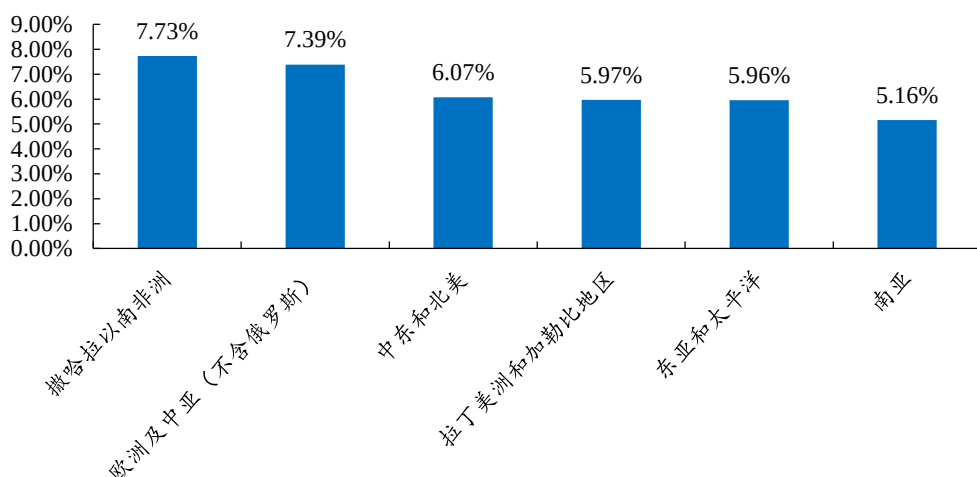
市场暴跌避险工具：当加密货币市场剧烈波动时，稳定币成为境外投资者的“避风港”。相比传统金融市场中转向国债或黄金的操作，稳定币转换可在秒级完成，且成本极低。

跨交易所/币种/市场波动套利载体：（1）专业交易者利用不同交易所的稳定币价差套利。（2）利用不同稳定币之间的汇率波动进行交易。（3）在市场波动时，利用稳定币价格短暂偏离锚定价值进行买卖。

● 跨境贸易支付

在跨境贸易领域，稳定币正在重塑传统的支付流程。在时间上，现有的银行跨境汇款通常需要长达 5 个工作日才能结算，其中基于跨境银行间通信系统的数字支付，大约 30% 的汇款需要一天以上的时间才能完成；基于区块链的跨境支付，100% 的交易都会在不到 1 小时内完成。在成本上，根据世界银行的数据，2024 年第一季度传统模式下跨境汇款的平均成本率为 6.35%，一些地区还在 7% 以上；但通过 Solana 等高性能区块链发送稳定币的平均成本约为 0.00025 美元，币安支付(Binance Pay)等进行无边界的点对点稳定币转账费用更低，在转账金额超过 14 万 USDT 时，收取 1 美元的费用。

图1：2024 年第一季度传统模式下跨境汇款的平均成本率为 6.35%



数据来源：The World Bank, Binance Research、《稳定币发展十年：趋势、应用与前景》沈建光等、开源证券研究所（注：按照跨境汇款 200 美元计算）

● 零售支付创新

零售支付领域的稳定币应用正在快速增长。越来越多的商户开始接受稳定币支付，这种趋势在电商领域特别明显。这种增长背后的驱动因素包括：更低的处理成本、更快的结算速度以及更好的跨境支付体验。从成本来看，传统的信用卡支付的平均交易费率在 2%-3% 以上，而稳定币支付的单笔交易费仅为 0.01 美元。从时效性来看，稳定币也可以在几分钟甚至几秒内到账。

图2：稳定币能实现更低的处理成本、更快的结算速度以及更好的跨境支付体验

Payment Type	Transaction Fee	Time to Settle
Credit Card Payment	2-3% + \$0.30	Instant to Merchant
Debit Card Payment (Regulated)	Regulated: 0.05% + \$0.21 Durbin Amendment: 0.9% + \$0.15	Instant to Merchant
ACH	\$0.20 - \$1.50	3-5 Business Days
International Wire Transfer	\$30 - \$50	1-5 Business Days
Remittance Service	6.65% (for \$200)	Minutes to Days
Peer-to-Peer Payment App	Free (p2p) 1-3% (Business)	Instant to 1 Day
Stablecoin Transfer (Solana, ETH L2s)	< \$0.01	< 1 second

资料来源：al6z crypto

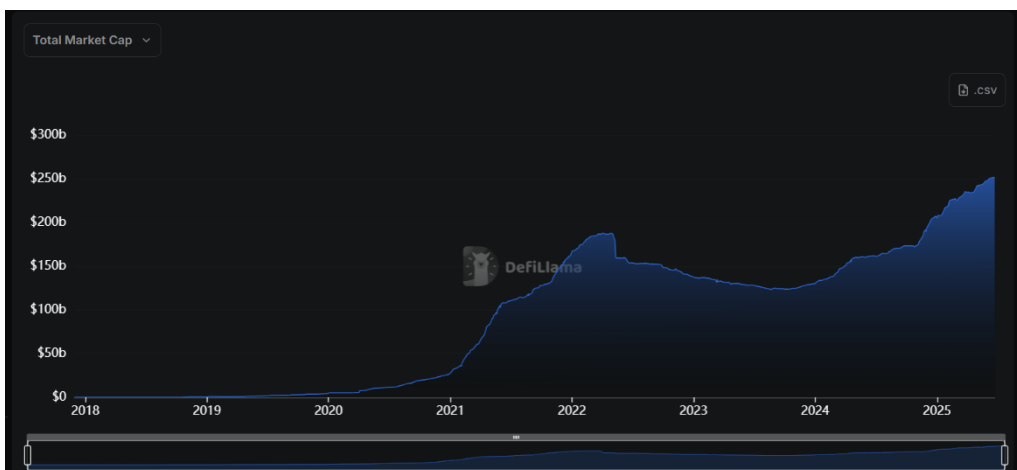
目前 Meta 正与多家加密货币公司洽谈引入稳定币支付,重点探索 Instagram 平台上的跨境小额结算场景,这标志着 Meta 在经历 Libra/Diem 项目的挫折后,正以更务实的策略重返加密货币领域。此外,沃尔玛、亚马逊等正考虑推出稳定币,而电商巨头 Shopify 已借助加密货币交易所 Coinbase 旗下以太坊二层网络 Base,为商户引入稳定币支付模式。自 6 月 12 日起,该功能先向小部分“早期接入”商户开放,预计后续会面向所有使用 Shopify Payments 的商户全面铺开。待全面上线后,34 个国家的商户能在链上接收 Circle 发行的 USDC 稳定币支付,且收到以本地货币结算的款项,无需承担外汇交易手续费,Shopify 还计划为使用 USDC 支付的客户给予 1% 现金返还,商户也可选择接收 USDC 并存入外部钱包。

● DeFi 抵押

稳定币在 Aave、Compound 和 MakerDAO 等借贷 DeFi 平台中充当安全的抵押资产。以 Dai 为例,Dai 广泛应用于抵押贷款、保证金交易、国际转账、供应链金融等领域,为用户提供了去中心化、无需许可的金融服务。以去中心化借贷平台 Compound 为例,用户可将手中闲置的加密资产质押获取 Dai,再将 Dai 借出赚取利息,实现资产的高效利用,Dai 也借此在 DeFi 生态中实现了深度价值流转。

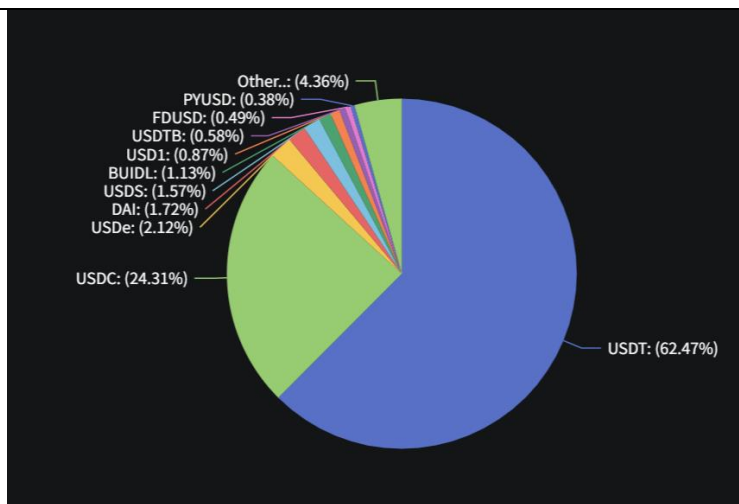
1.2、稳定币市场规模快速增长,交易活跃度显著提升

稳定币市场规模快速增长。根据 defillama 数据显示,截至 2025 年 6 月 26 日,全球稳定币总共有 267 种,总市值超过 2500 亿美元。而且,渣打银行预测,稳定币规模三年内将达 2 万亿美元。

图3：目前全球稳定币总共有 267 种，总市值超过 2500 亿美元（截至 2025.6.26）


资料来源：defillama

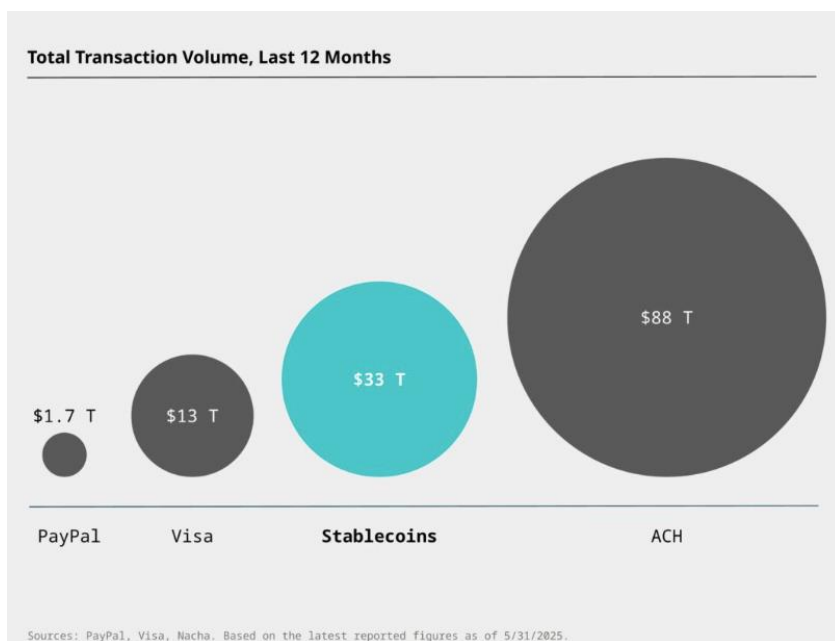
从稳定币的发行规模 and 市场份额来看，截至 2025 年 6 月 26 日，USDT 发行规模为 1579 亿美元，市场份额达 62.47%，排名第一；USDC 发行规模为 614.46 亿美元，市场份额为 24.31%，排名第二。

图4：USDT 在稳定币市场占据主导地位（截至 2025.6.26）


资料来源：defillama

稳定币活跃度大幅提升。根据 a16z crypto 的调查数据，稳定币在过去 12 个月的交易量为 33 万亿美元，不断创下历史新高。这几乎是 PayPal 交易量的 20 倍，接近 Visa 交易量的 3 倍，并且不断接近 ACH 的交易量。

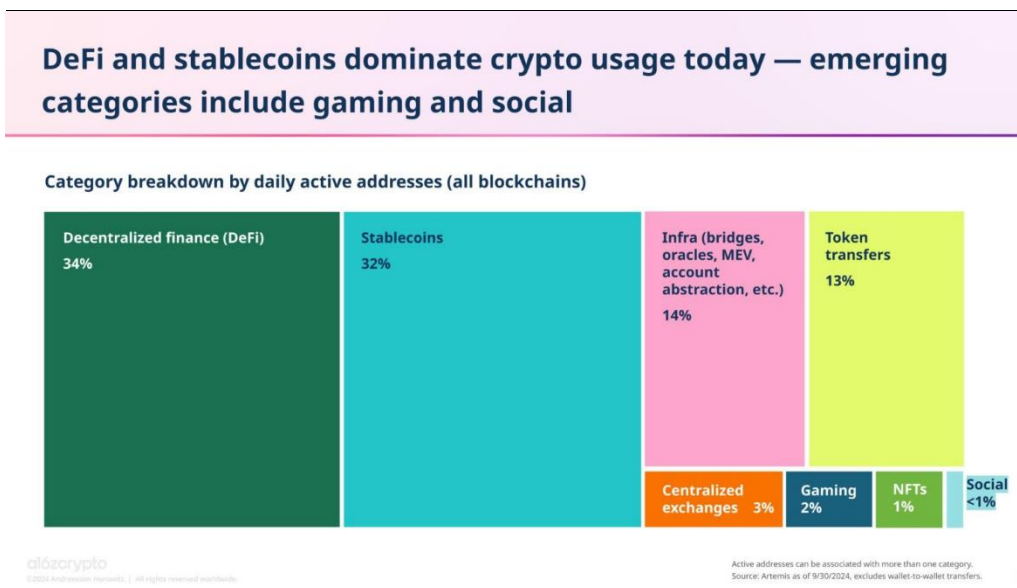
图5：稳定币在过去 12 个月的交易量为 33 万亿美元（截至 2025.5.31）



资料来源：a16z crypto

稳定币占每日加密货币使用量的近三分之一，占 32%，仅次于去中心化金融或 DeFi。

图6：稳定币占每日加密货币使用量的近三分之一



资料来源：a16z crypto

2、美国、中国香港相继出台稳定币法案，促进行业健康发展

稳定币市场的扩张离不开监管体系的完善，目前欧洲、美国、中国香港先后出台了稳定币条例，支撑稳定币市场的健康发展。

2024 年 12 月 30 日，欧盟《加密资产市场监管法案》（MiCA）正式生效，适用于 27 个欧盟成员国以及挪威、冰岛和列支敦士登。这 30 个国家将在过渡期内根据 MiCA 制定或修改国内立法，最迟于 2026 年 7 月 1 日完成。MiCA 是全球首部专门

针对加密资产的监管规则，为加密资产发行、交易和服务提供了明确的法律框架，为欧洲加密资产行业的创新和增长创造了更加公平、稳定和安全的

2025 年 5 月 30 日，中国香港特别行政区政府在宪报刊登《稳定币条例》，该条例将于 8 月 1 日正式实施，将在中国香港设立法币稳定币发行人的发牌制度，完善对虚拟资产活动的监管框架，保持金融稳定，同时推动金融创新。条例实施后，任何人如在业务过程中在中国香港发行法币稳定币，或在中国香港或以外发行宣称锚定港元价值的法币稳定币，必须向金融管理专员申领牌照。条例的落地标志着中国香港在平衡金融创新与风险防控方面迈出关键一步。

中国香港金管局已于 2024 年 3 月 12 日推出了稳定币发行人沙盒安排，为真正有兴趣在中国香港发行稳定币的发行人提供试点发行稳定币的机会，目前沙盒参与者包括：（1）京东币链科技(中国香港)有限公司；（2）圆币创新科技有限公司；（3）渣打银行(中国香港)有限公司、安拟集团有限公司、Hong Kong Telecommunications (HKT) Limited。

图7：金管局公布了三组沙盒参与者

「沙盒」参与者名称 (按英文名称字母排序)	进入「沙盒」日期 (日/月/年)
京东币链科技(香港)有限公司 (JINGDONG Coinlink Technology Hong Kong Limited)	18/07/2024
圆币创新科技有限公司 (RD InnoTech Limited)	18/07/2024
渣打银行(香港)有限公司 (Standard Chartered Bank (Hong Kong) Limited)、 安拟集团有限公司 (Animoca Brands Limited)、 Hong Kong Telecommunications (HKT) Limited	18/07/2024

资料来源：中国香港金管局网站

2025 年 5 月，美国参议院推进并表决通过了稳定币监管法案——《引导和建立美国稳定币国家创新法案》（GENIUS 法案）。GENIUS 法案旨在建立一套监管稳定币的制度，法案明确提出“支付稳定币”是数字资产，发行目的是用于支付或结算，不是证券或者商品；明确只有“获准支付稳定币发行商”以及特定“外国支付稳定币发行商”才能在美国运营，后者需注册于拥有被美国认可监管框架的国家。同时，稳定币发行商必须按不低于 1：1 的比例持有美元现钞、美国国债等储备资产，并每月发布由注册会计师审计的储备证明，确保透明度。美国参议院通过《稳定币法案》意义重大，标志着加密货币领域迎来重要的监管突破，这是全球稳定币市场发展的重要里程碑。该法案不仅为美国加密资产提供了更清晰的监管框架，也为全球稳定币政策发展带来了深远影响和启示。

表2：美国稳定币 GENIUS 法案旨在建立一套监管稳定币的制度

核心条例	具体规定
支付稳定币定义	锚定固定货币价值的数字资产，需以 1:1 比例完全由美元或其他高流动性资产支持，专用于支付结算场景
双重许可监管	联邦监管，市值超 100 亿美元的发行商须接受联邦监管；州级监管，小型发行商可选择州级注册（须符合联邦等效标准）
100% 储备金要求	储备资产限现金、短期美债或央行存款，且须与运营资金隔离。每月需提交储备金充足证明确保用户可按面值赎回
透明度强制披露	定期公开储备金构成及赎回政策，由注册会计师事务所进行合规审计

核心条例	具体规定
反洗钱合规	将发行商纳入《银行保密法》管，行金融机构级 AML 义务
优先保护用户	发行商破产时，稳定币持有人债权优先于其他索赔方
监管权属明确	明确规定支付稳定币不属于证券、大宗商品或投资公司范畴，划清监管边界

资料来源：金杜律师事务所、开源证券研究所

3、从 USDT、USDC，看全球主流稳定币的发展态势

3.1、USDT：全球流通量最大的稳定币

USDT（Tether USD）是全球首个且市值最大的稳定币，由 Tether Limited 公司发行。其核心设计是与美元 1:1 锚定，用户持有的每一枚 USDT 理论上可兑换 1 美元现金。这种机制使其在加密货币市场中充当价值稳定器，成为连接法币与数字资产的桥梁。自 2014 年诞生以来，USDT 已发展为加密货币交易、跨境支付及 DeFi 领域的基础工具。

表3：自 2014 年成立至今，USDT 成为逐渐全球最大的稳定币

时间	发展历史
2014 年	Tether Limited 成立，标志着稳定币概念的早期探索。创始团队提出将加密货币与法币锚定的构想，为市场提供价格稳定的交易媒介
2015 年	首个基于比特币区块链的 USDT 在 Omni 协议上发行，成为全球首个主流稳定币。其 1:1 锚定美元的机制迅速获得加密社区认可，推动加密资产交易流动性提升
2017 年	伴随加密货币市场牛市，USDT 交易量突破历史峰值。通过支持更多交易所和钱包服务，USDT 成为 ICO 项目和投资者的重要结算工具，加速了加密经济生态发展
2018 年	为应对监管环境变化，Tether 启动合规性升级，强化储备透明度披露机制。同年推出基于以太坊的 ERC-20 USDT，拓展以太坊生态应用场景，日交易量突破 10 亿美元
2019 年	USDT 完成从 Omni 协议向 ERC-20 标准的全面迁移，智能合约功能增强。同时支持波场（Tron）链部署，形成多链协同的发行网络，进一步降低交易手续费和提升处理速度
2020 年	面对全球支付需求增长，USDT 推出 Algorand 链版本并扩容至 1000 亿枚发行量。通过持续优化储备结构和审计流程，巩固了市场对稳定币安全性的信心
2021 年	USDT 扩展至 Solana、Polygon 等高性能公链，交易确认速度进入毫秒级时代。全年交易量突破万亿级别，成为 DeFi、NFT 等新兴领域不可或缺的基础设施
2022 年	与多家国际金融机构建立合作，USDT 开始支持传统银行通道的合规美元兑换服务。同时推出环保型权益证明（PoS）链版本，践行可持续发展理念
2023 年	在全球稳定币监管框架逐步完善背景下，Tether 率先采用实时储备验证系统，实现资金透明度的实时监控。USDT 日均交易量持续领跑同类产品，生态合作伙伴突破 3000 家
2024 年	USDT 完成与更多国家支付系统的对接，支持跨境贸易结算和电子商务

时间

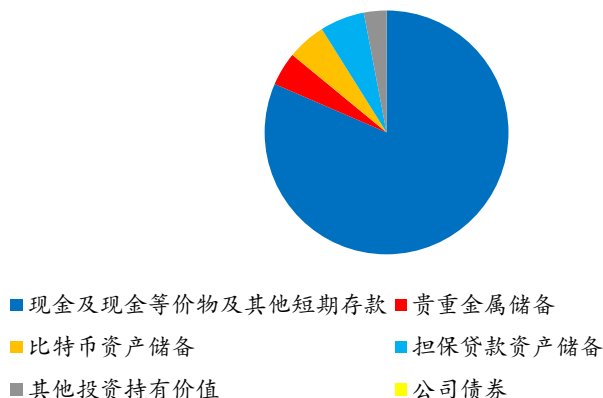
发展历史

场景。通过技术创新和生态拓展，持续推动全球金融基础设施的数字化转型

资料来源：Tether 网站、开源证券研究所

USDT 的价值稳定性依赖于储备金制度。Tether 公司承诺每发行 1 枚 USDT 需在银行账户中储备等值美元，实际储备构成包括现金、国债或商业票据。根据 2025 年第一季度的储备资金审计报告显示，截至 2025 年 3 月 31 日 Tether 的总储备资产为 1492.745 亿美元，其中：现金及现金等价物及其他短期存款为 1216.47 亿美元，其中美国国债储备为 985.24 亿美元；贵金属储备为 66.63 亿美元；比特币资产储备为 76.62 亿美元；担保贷款资产储备为 88.255 亿美元；公司债为 0.1435 亿美元；其他投资持有价值为 44.62 亿美元。

图8：截至 2025 年 3 月 31 日 Tether 的总储备资产为 1492.745 亿美元

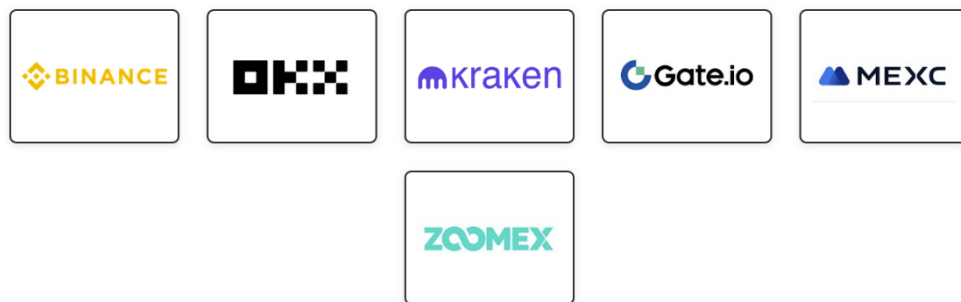


数据来源：Tether 网站、开源证券研究所

USDT 支持多链部署，包括比特币主网（Omni 协议）、以太坊、Tron、Solana 等主流区块链。不同链上的 USDT 具有独立地址格式与交易手续费结构，但均共享相同的美元锚定机制。例如，以太坊上的 USDT（ERC-20）因智能合约特性被广泛用于 DeFi 协议，而 Tron 链的 USDT 则以超低 Gas 费吸引小额交易用户。跨链互操作性使 USDT 成为流动性聚合的枢纽。

USDT 支持快速兑换、转账和结算，为全球用户提供便捷的加密货币与法币间转换服务。USDT 基于区块链技术实现秒级确认，满足高频交易和跨境支付的实时性需求，无缝兼容主流交易所、钱包和 DeFi 平台，构建完整的加密货币应用生态。并且获得多家知名交易所和金融机构支持，成为加密市场与传统金融衔接的桥梁。

图9：USDT 支持 Binance、OKX 等交易所交易



资料来源：Tether 官网

2024 年 Tether 全年利润高达 137 亿美元。Tether 主要的盈利方式包括但不限于：

(1) 储备资产的利息收益。Tether 公司通过投资储备资产获取利息收益，这是其主要的收入来源之一。USDT 的主要储备资产包括美国国债、逆回购协议以及货币市场基金等低风险金融工具，这些投资能够产生稳定的利息收入。

(2) 交易手续费与交易所合作。加密货币交易所对涉及 USDT 的交易收取手续费，而 Tether 可能会根据合作协议获得其中的一部分作为收入。

(3) 借贷服务与利息收入。用户可以将自己的 USDT 出借以获取利息，或者借入 USDT 用于交易和投资。通过这些借贷活动产生的利息，为 Tether 带来了可观的收入。

(4) 战略性的储备管理。Tether 将资金投资于比特币、黄金等多样化组合中，获得一定的投资收益。

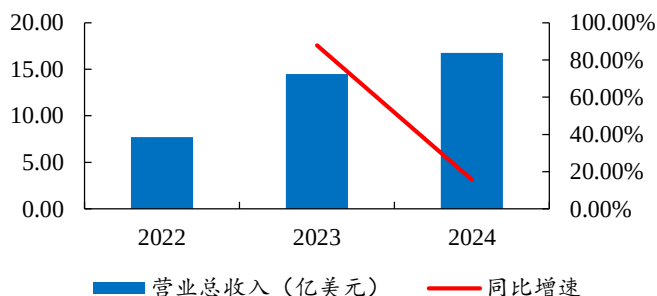
(5) 金融产品与 DeFi 集成。如参与去中心化金融 (DeFi) 平台，提供基于 USDT 的收益耕作、质押和流动性挖矿等服务。这些服务通常会收取一定的费用或佣金，为 Tether 带来了额外的收入来源。

(6) 账户验证与交易费用。Tether 还通过账户验证和某些交易的费用来获取收入。用户在存取 USDT 时可能需要支付费用，此外，Tether 在将 USDT 兑换为法定货币或反之亦然时也可能收取费用。

3.2、USDC：全球第二大稳定币

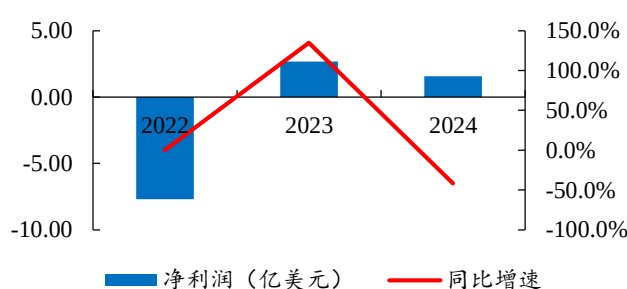
Circle 成立于 2013 年 10 月，由 Jeremy Allaire 和 Sean Neville 创立。Circle 的核心基础是两大支付型稳定币：USDC：根据 CoinMarketCap 数据，按流通量计算为全球第二大稳定币（截至 2025 年 3 月 31 日占稳定币市场份额 29%）；EURC：根据 CoinGecko 数据，按流通量计算为规模最大的欧元稳定币（截至 2025 年 3 月 31 日）。2024 年 Circle 总收入为 16.76 亿美元，其中储备金收益占总收入的 99.1%，总收入较 2023 年增长 15.57%；其净利润为 1.56 亿美元。

图10: 2024 年 Circle 总收入为 16.76 亿美元



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2024 年 Circle 净利润为 1.56 亿美元



数据来源: Wind、开源证券研究所

Circle 商业模式围绕 USDC 展开，其收入主要来源于储备金投资美国国债所产生的收益率，这一模式被称为“国债套利交易”。截至 2025 年 3 月 31 日，Circle 将约 90% 的 USDC 储备存入 Circle 储备基金，该基金是政府货币市场基金，由全球最大的资产管理公司之一贝莱德管理，且仅对 Circle 开放。Circle 储备基金内的资产由全球最大的资产托管机构之一纽约梅隆银行托管。剩余部分 USDC 储备（通常为 10-20%）以现金形式存放在以 USDC 持有者名义开设的账户中，主要存放在金融稳定委员会指定的全球系统重要性银行（GSIBs），这些银行需遵守全球最高的资本和流动性要求，并接受最严格的监管监督。一小部分 USDC 储备存放在其他几家银行的现金账户中，以促进资金从储备流向 Circle Mint 客户。目前所有 EURC 储备仅以现金形式持有。

图12: Circle 将约 90% 的 USDC 储备金存入 Circle 储备基金



资料来源: Circle 官网、开源证券研究所

图13: Circle 储备基金主要投资于美国国债和美国国债回购协议

TOTAL U.S. TREASURY SECURITIES	25,481,695,229
U.S. Treasury Repurchase Agreements ³	31,439,000,000
Cash held in Circle Reserve Fund	1,004,132,744
Cash due to/(owed by) Circle Reserve Fund due to timing and settlement differences, net ⁴	(3,710,256,622)
TOTAL CIRCLE RESERVE FUND ASSETS	54,214,571,351
OTHER USDC RESERVE ASSETS AS OF APRIL 30, 2025	
Cash held at regulated financial institutions	7,270,084,526
Cash due to/(owed by) Circle due to timing and settlement differences, net ⁴	(6,930,790)
TOTAL OTHER USDC RESERVE ASSETS	7,263,153,736
TOTAL USDC RESERVE ASSETS AS OF APRIL 30, 2025	61,477,725,087

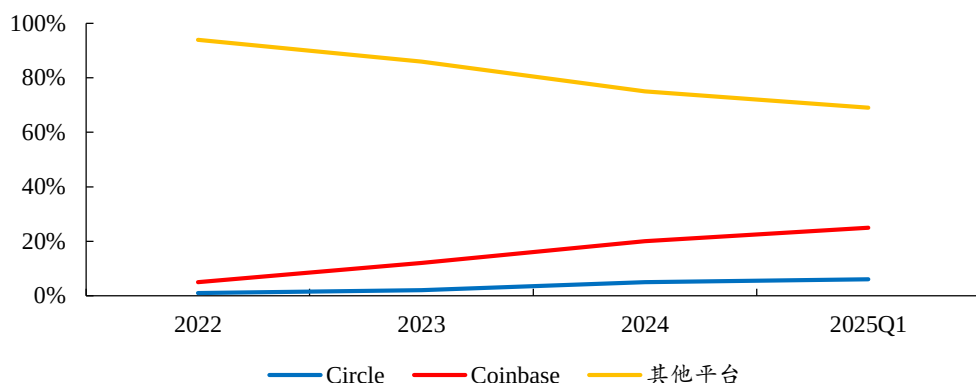
资料来源: Circle 官网

Coinbase 作为全球领先的加密货币交易所，是 Circle 生态系统中的核心合作伙伴，也是 USDC 的主要分销商之一。2023 年 8 月，Circle 与 Coinbase 通过签署《合作协议》对与 Coinbase 的合作关系进行了重组，Coinbase 获得了 Circle 的少数股权，进一步强化了双方的战略协同。根据协议，对于 USDC 和任何其他使用许可标志的稳定币，Circle 需就 Coinbase 在 USDC 分发及 USDC 生态系统增长中的作用向其付款。这些付款基于支持该等稳定币的储备所产生的每日收入确定，扣除非关联第三方管理该等储备金收取的管理费（如资产管理和托管费）及某些其他费用，该金额称为“付款基数”。从该付款基数中：（1）Circle 保留一部分，按当日流通的 USDC 金额计算，年化比例从低两位数基点到高两位数基点不等，作为稳定币发行方的角色对价，用于部分补偿发行稳定币及管理相关储备金的间接成本，如维持会计、资金、监管和合规职能的成本；（2）Circle 和 Coinbase 各自获得相当于付款基数乘以

当日结束时由相关方托管产品或管理钱包服务持有的该等稳定币比例的金额；(3) 在扣除应付给 USDC 生态系统其他批准参与者的金额后，Coinbase 获得剩余付款基数的 50%。

2022-2024 年，Coinbase 平台持有的 USDC 比例持续上升，导致根据《合作协议》支付给 Coinbase 的费用增加，进而推高了分销成本。2024 年 Circle 支付给 Coinbase 的分销成本同比增加 2.166 亿美元。

图14：2022-2024 年，Coinbase 平台持有的 USDC 比例持续上升



数据来源：Circle 招股说明书、开源证券研究所

币安是 Circle《稳定币生态系统协议》下的首个获批参与者。2024 年 11 月，Circle 与币安达成了一系列安排：(1) 允许币安作为《稳定币生态系统协议》下的获批参与者，在其平台上开展特定营销活动以推广 USDC；(2) 要求币安将其部分资金库以 USDC 形式持有。Circle 向币安支付了总计 6025 万美元的预付一次性费用，并同意向币安支付月度激励费用，该费用按其平台及国库中持有的 USDC 金额的一定比例计算——该比例基于所持余额，按固定利率的年化两位数中段至高位百分比区间确定，每季度根据三个月期 SOFR（担保隔夜融资利率）的贴现率重置。关于国库安排，仅当币安持续在资金库中持有至少 15 亿美元 USDC 时，才需支付此类激励费用；且币安同意（除特定例外情况外）在其资金库中保留 30 亿美元 USDC。营销安排的期限为两年，但若在期限届满前因便利原因终止，将存在一年的延长期，在此期间付款和推广义务继续履行，但费率降低。资金库安排的期限同样为两年。Circle 与币安可在特定约定事件发生时，于各自安排的期限届满前单方面终止协议。

4、投资建议

一方面，稳定币的应用场景从加密货币交易向更广泛的支付领域扩展，市场规模及交易活跃度迅速提升；另一方面，美国、中国香港等地区相继推出稳定币法案，有望推动稳定币市场健康发展。此外，全球第二大稳定币厂商 Circle 自上市以来股价表现亮眼，引发市场高度关注。我们看好稳定币及 RWA 市场投资机遇，推荐朗新集团、博彦科技、卓易信息，受益标的包括连连数字、联易融科技、新国都、新大陆、拉卡拉、恒生电子、金桥信息、京北方、雄帝科技、四方精创、众安在线、高伟达、优博讯、天阳科技、信安世纪、中国光大控股、OSL 集团、协鑫能科、金证股份、安恒信息、信雅达等。

表4：推荐及受益标的盈利预测与估值（截至 2025.6.26）

公司代码	公司名称	评级	收盘价(元)		归母净利润（亿元）			PE		
			2025/6/25	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
300682.SZ	朗新集团	买入	23.15	4.73	6.02	7.56	52.9	41.5	33.1	
002649.SZ	博彦科技	买入	14.52	2.52	3.19	3.72	33.7	26.6	22.8	
688258.SH	卓易信息	买入	47.80	0.88	1.58	2.97	65.8	36.6	19.5	
2598.HK	连连数字	未评级	10.82	16.42	0.09	2.21	6.5	1184.4	48.2	
9959.HK	联易融科技	未评级	1.84	-1.72	-0.21	1.39	-	-	28.3	
-W										
300130.SZ	新国都	未评级	36.05	7.19	8.36	9.36	28.4	24.5	21.8	
000997.SZ	新大陆	未评级	32.02	13.12	15.66	18.24	25.2	21.1	18.1	
300773.SZ	拉卡拉	未评级	33.20	6.68	7.62	8.21	39.2	34.3	31.9	
600570.SH	恒生电子	未评级	33.62	12.33	14.18	16.64	51.6	44.9	38.2	
603918.SH	金桥信息	未评级	19.99	0.37	0.98	1.64	198.0	74.8	44.7	
002987.SZ	京北方	未评级	20.03	3.59	4.24	5.07	48.4	41.0	34.3	
300546.SZ	雄帝科技	未评级	33.73	-	-	-	-	-	-	
300468.SZ	四方精创	未评级	45.49	-	-	-	-	-	-	
6060.HK	众安在线	未评级	19.94	9.39	10.79	12.83	28.5	24.8	20.9	
300465.SZ	高伟达	未评级	15.93	-	-	-	-	-	-	
300531.SZ	优博讯	未评级	23.71	-	-	-	-	-	-	
300872.SZ	天阳科技	未评级	23.54	0.93	1.22	1.63	116.4	88.7	66.4	
688201.SH	信安世纪	未评级	13.19	0.27	0.34	0.44	154.9	123.0	95.1	
0165.HK	中国光大控股	未评级	6.78	-19.23	-19.09	-	-	-	-	
0863.HK	OSL 集团	未评级	14.30	0.59	0.75	3.7	138.6	109.0	22.1	
002015.SZ	协鑫能科	未评级	12.06	8.42	9.93	11.52	23.3	19.7	17.0	
600446.SH	金证股份	未评级	18.42	1.94	2.84	3.64	89.8	61.4	47.9	
688023.SH	安恒信息	未评级	54.49	0.51	1.36	1.98	109.1	40.9	28.1	
600571.SH	信雅达	未评级	16.92	-	-	-	-	-	-	

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：博彦科技、卓易信息盈利预测来自开源证券研究所，其余盈利预测来自于 Wind 一致预期；港股公司收盘价为港币，汇率为 1 人民币=0.91 港币）

5、风险提示

（1）基础制度不完善。目前大部分国家和地区尚未出台相关政策规范稳定币的发行和交易，稳定币的流转没有完善的制度保障。

（2）受市场参与者操纵的风险。在算法型稳定币市值较小的阶段，稳定币系统可能被参与者操纵，损害用户利益。

（3）境内暂无法律规定。目前中国境内暂无稳定币相关法律规定，境内企业或个人参与稳定币发行和交易须防范相关风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn