

Circle Internet Group (CRCL)

投資委員會備忘錄 — 多代理分析系統 (v3)

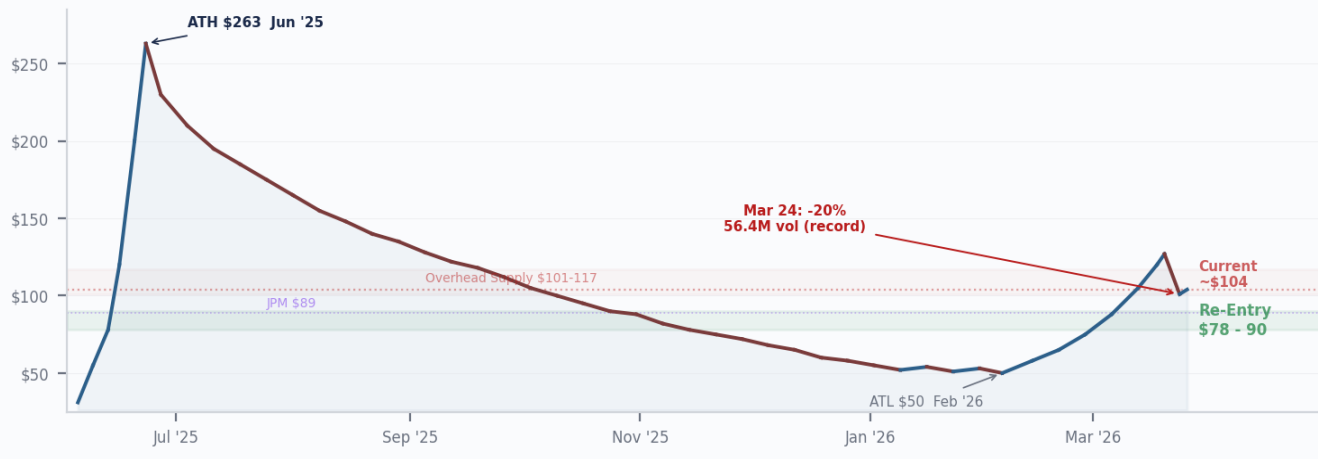
NYSE: CRCL | 分析日期：2026年3月26日 | 收盤價：\$103.86 | 9輪辯論

評級	操作	重新入場	COIN對沖	魔鬼代言人
賣出	全部出清	三重門檻	3-4% COIN	通過 (中等)

關鍵指標

市值	~\$269億	遠期本益比	42.5x	毛利率	8.7% (TTM)
Q4營收	\$7.7億(+77%)	營收季減速	33% → 4%	Coinbase成本	91%
日均波動	~\$9.77	內部人買/賣	0 / 10	紅旗警示	5+2項
COIN配置	3-4%資金	最早再進場	~2026年8月	SBC vs 毛利	\$2.4億 vs \$2.38億

CRCL — Price Since IPO



本備忘錄綜合六個AI分析代理（技術面、社群、新聞、基本面、Bloomberg、研究經理）、結構化多空辯論（9輪）、交易員計劃、三人風險團隊、投資組合經理決策及魔鬼代言人審查。本文不構成投資建議。

一、執行摘要與決策

所有分析師達成一致結論：賣出。三位風險分析師（積極型、保守型、中性型）、研究經理及投資組合經理各自獨立分析後，均得出相同方向判斷。九輪辯論的核心爭議集中在：再進場框架如何設計、COIN對沖部位該配多少、以及利率下降的反駁論點能否推翻空方的結構性論述。

決策信號矩陣

因素	權重	信號	說明
Coinbase分銷成本結構	高	空頭	從39%(2022)攀升至64%(Q2 2025)；屬結構性長期趨勢
SBC稀釋/實質EPS	高	空頭	年SBC約\$2.36億→扣除後實質每股盈餘趨近於零
內部人交易	高	空頭	買入0筆、賣出10筆；內部人全數離場
股價高於分析師共識	高	空頭	目前股價較所有活躍目標價高出12-26%
盈利預估下修	中	空頭	三個月內EPS預估下修17%，同期股價卻上漲106%
技術面崩潰(3/24)	高	空頭	創歷史最大量的籌碼鬆動日，MACD死亡交叉確認
FOMC與財報接力風險	高	空頭	5/5-12：僅隔7天；95%營收直接與利率連動
毛利率持續惡化	高	空頭	32%→29%→24%→8.7%；連續四年壓縮，毫無緩解跡象
穩定幣長期價值論述	低	多頭	長線邏輯成立，但無法支撐當前估值水準

行動計劃

行動	具體內容
立即執行	3月31日季末前，以成交量為節奏控制，全數出清CRCL持倉
COIN對沖	將回收資金的3-4%轉入Coinbase，作為立法結果的選擇權（COIN估值便宜28%，毛利率85%）
剩餘資金	存入短天期國債（年化約3.75%），跨越至財報公布前的47天空窗
再進場門檻一	營收成本率連續兩季降至88%以下（最快要到2026年8月Q2財報才能驗證）
再進場門檻二	CLARITY法案中的收益禁令條款須被正式刪除、大幅限縮、或在委員會中擱置
再進場門檻三	股價須連續兩週站穩在50日均線（目前約\$84.25）之上
三項缺一不可	屬聯合條件——任何單一門檻達標都不足以啟動再進場

二、技術分析

技術指標儀表板（截至2026年3月25日）

指標	數值	信號	說明
RSI (14)	48.26	強空頭	單日從80暴跌至48，振幅達23.4點
MACD	11.996	空頭	自峰值15.25起連續下滑5個交易日
MACD柱狀圖	-2.39	強空頭	死亡交叉已確認；歷經19天衰減後正式翻負
布林帶下軌	\$78.98	—	下方最近的技術支撐位
ATR (14)	\$9.77	極端	日均波動約佔股價的10%，傳統止損幾乎無效
50日均線	\$84.25	多頭（轉弱）	股價與均線的距離在一週內從\$49急縮至\$20
VWMA	\$117.24	空頭	股價已跌破成交量加權移動平均線

價格階段分析

階段	時間	走勢	成交量
盤整	12月-1月中	\$79-\$85區間	5-9M/日
急跌	1/15→2/5	-41% (\$85→\$50)	14-17M/日

階段	時間	走勢	成交量
拋物線暴漲	2/25→3/18	+172% (\$50→\$136)	30-64M/日
崩盤	3月24日	單日-20.1%	56.4M (歷史紀錄)

三、基本面分析

季度損益表

季度	營收	毛利	毛利率	營業利益	淨利
Q4 2025	\$7.702億	\$1.722億	22.4%	\$5,660萬	\$1.334億
Q3 2025	\$7.398億	\$1.629億	22.0%	\$7,930萬	\$2.144億
Q2 2025	\$6.581億	-\$2.523億	N/M(SBC)	\$-3.263億	-\$4.821億
Q1 2025	\$5.786億	\$1.553億	26.8%	\$9,920萬	\$6,480萬
Q4 2024	\$4.354億	\$614萬	14.1%	-\$330萬	\$310萬

毛利率壓縮趨勢（四年軌跡）— 核心結構性問題

年度/季度	毛利率	趨勢	說明
FY2022	32%	—	基準年份
FY2023	29%	↓壓縮	Coinbase抽成比例上升
FY2024	24%	↓壓縮	分銷成本佔營收比重持續攀升
Q1 2025	26.8%	↑短暫回升	僅單季改善，後續未能延續
Q3 2025	22.0%	↓壓縮	新合作夥伴上線後仍未見改善
Q4 2025	22.4%	↔持平	管理層指引中位數39%，反而低於Q4實際的40.1%
TTM	8.7%	↓危機	年度SBC約\$2.4億，已超過全年毛利\$2.38億

連續四年毛利率下滑，從未出現任何減速跡象。渣打、Nubank、Binance等新通路在Q3-Q4相繼上線，但Q4毛利率仍然毫無改善。

紅旗警示掃描

警示項目	狀態	說明
營收增長但毛利萎縮	活躍	營收年增64%，毛利卻年減40%——嚴重背離
營業利益反轉	活躍	營收多賺了\$10.7億，營業利益卻從\$1.63億變成虧損\$9,100萬
Q3盈利品質可疑	活躍	帳面淨利\$2.14億，但營運現金流為負\$1,070萬（按市值計價膨脹）
SBC吃掉全部毛利	活躍	年度SBC約\$2.4億 vs 毛利\$2.38億——員工股票薪酬比公司賺的還多
營收來源高度集中	活躍	100%營收取決於兩個變數：USDC發行量 × 美國利率
應收帳款增速超過營收	觀察	應收帳款年增116% vs 營收年增77%，帳齡從33天升至41天
股份持續稀釋	觀察	2025年流通股數增加20%（從1.977億股增至2.367億股）

四、估值與同業比較

分析師目標價

券商	評級	目標價	隱含變動	獨立性
Deutsche Bank	持有	\$75	-28%	IPO承銷商
JP Morgan	加碼	\$89	-14%	IPO承銷商；下修EPS
Goldman Sachs	—	\$98	-6%	—
Wells Fargo	加碼	\$111	+7%	IPO承銷商

券商	評級	目標價	隱含變動	獨立性
Mizuho	中性	\$120	+16%	最獨立
Barclays	加碼	\$215	+107%	過時；IPO承銷商
Citi	買入	\$243	+134%	近期開始覆蓋
Seaport	買入	\$280	+169%	—

同業估值倍數比較

公司	市值	EV/EBITDA	P/E FY1	P/E FY2
CRCL	\$313億	49.9x	71.7x	34.4x
Block (SQ)	\$367億	8.6x	12.9x	15.4x
PayPal	\$419億	6.4x	7.9x	7.8x
Fidelity Nat'l	\$256億	6.6x	7.2x	9.8x
FICO	\$252億	18.6x	20.0x	34.1x
Toast	\$162億	17.9x	22.9x	26.4x
同業中位數	\$256億	15.5x	20.0x	23.4x
CRCL溢價	—	3.2倍	3.6倍	1.5倍

五、催化劑風險日曆與宏觀環境

事件	日期	天數	風險	傳導機制
季末	3/31	3	低	對沖基金傾向在季末實現40-50%的帳面獲利
非農	4/3	8	中	就業數據影響聯儲利率路徑，進而影響儲備收入展望
CPI	4/10	15	中	通脹數據牽動降息預期
選擇權到期	4/17	22	中	接近\$100的Gamma/Pin風險
FOMC	5/5	40	高	利率決策本身；Circle 95%營收與利率直接掛鉤
Q1財報	5/12	47	極高	營運指引可能重置；Coinbase續約條款更新；CLARITY法案影響浮現

5月5日至12日形成複合風險窗口：FOMC先重新定價利率預期，七天後財報電話會再重新定價營運指引。在114倍遠期本益比的估值下，即使利率預期僅變動15-20個基點，都會對股價產生超額影響。

穩定幣市場結構

穩定幣	市值	市占率	季增
USDT (Tether)	~\$1,870億	~61%	+10.8%
USDC (Circle)	~\$750億	~25%	+12.4%
其他	~\$260億	~14%	混合
合計	~\$3,080億	100%	YoY+50%

六、多空辯論綜合（9輪）

經過九輪辯論，所有分析師在方向上達成一致共識：賣出。爭論焦點並非方向，而是再進場框架的設計、COIN對沖的適當規模、以及利率下降的反駁論能否動搖空方的結構性論述。

空方勝出的論點

- 毛利率惡化是結構性問題，已持續四年：32%→29%→24%→8.7%。即便渣打、Nubank、Binance等新通路已於Q3-Q4上線，Q4毛利率依然沒有任何改善。

- 營收成長與利潤壓縮實為一體兩面：透過現有分銷管道，每多賺一塊錢的USDC收入，就同時加劇結構性成本問題。越成長，空方論點越強。
- 要達到遠期EPS \$2.44的共識，需要淨利從過去十二個月的虧損\$7,000萬躍升至獲利\$6.34億——整整七億美元的翻轉。而管理層自己給出的RLDC指引中位數39%，比Q4實際的40.1%還低了110個基點，等於明確告訴市場Q4已是高點。
- Coinbase與Circle的估值對比一目了然：Coinbase以30.8倍遠期本益比交易、毛利率85%；Circle卻要42.5倍、毛利率僅8.7%。市場已經用價格告訴你，穩定幣生態的真正價值在哪一端。
- 股票薪酬已經吃掉全部毛利：年度SBC約\$2.4億，而毛利僅\$2.38億——公司發給員工的股票比它賺到的毛利還多，本質上是在消耗股東價值。

多方勝出（或仍有效）的論點

- 利率下降的反駁論在數學上站得住腳：若USDC從\$760億成長至\$1,300億，同時利率降至3%，總儲備收益將從\$28.5億升至約\$39億——規模增長足以抵消利率下降。
- 本益比修正至42.5倍有其意義：先前109倍/133倍的計算存在方法論錯誤。以\$2.44遠期GAAP EPS計算的42.5倍雖然昂貴，但對一家營收年增77%的公司而言，並非離譜到不合理。
- MiCA法規下的歐洲護城河是真實的：USDC是目前唯一合規的主流穩定幣，Tether在歐洲被替代的趨勢已有明確文件記錄。
- Circle支付網路(CPN)已有55家金融機構加入，代表一條不依賴利率的手續費收入路徑——但要產生實質貢獻，規模還需擴大約9倍。

七、風險管理與投資組合經理決策

風險分析師立場

分析師	立場	核心論點
積極型	全部賣出	CRCL歷史上風險最集中的時期；日均波動10%下，任何止損設計都形同虛設
保守型	全部賣出	管理層主動下調指引、盈利預估持續下修、股價高於所有活躍分析師目標價
中性型	賣70%留30%	修正後42.5倍遠期P/E + 60%法案解決機率，可支撐保留小幅殘餘部位作為選擇權

投資組合經理選擇全部賣出的理由

中性分析師主張保留30%殘餘部位，但這個方案在六輪辯論中被修改了五次——每次修補了前一版的漏洞，卻同時帶入新的問題。第一版：\$93-94止損（在日均波動10%的情況下幾乎沒有緩衝）；第二版：\$88-90收盤觸發（反應速度太慢）；第三版：國會投票觸發（量化策略早已先行調倉）；第四版：財報觸發（但Q4實績超預期129%仍伴隨-20%暴跌，已失去參考價值）；第五版：取消所有退出機制。當殘餘部位的每一種風險管理框架在嚴格檢驗下都站不住腳，這個部位本身——不論規模大小——都不應該存在。

魔鬼代言人裁定：通過——賣出論點未見致命缺陷，但有一項重要弱點須記錄在案。本次賣出是在股價暴跌20%後僅48小時執行，而引發暴跌的監管條款實際上並不影響Circle目前的營收模式——也就是說，賣出時機可能恰好落在恐慌性錯殺的低點。若CLARITY法案中的收益禁令條款後續被軟化（估計機率35%），且Q1財報顯示USDC流通量超過\$768億的市場共識，股價有可能在60天內從\$103重新定價至\$130-150。然而，三重聯合再進場門檻最早要到2026年8月才可能同時滿足，意味著資金將在這段期間停泊於國庫券。3-4%的COIN配置只能捕捉到部分上行空間。失敗情境的綜合機率估計為中等水準（20-30%）。

穩定幣基礎設施的長期故事不會消失——只是需要一個更合理的進場價格，以及結構性改善的實際證據。在3月31日季末前全數出清CRCL。將回收資金的3-4%轉入COIN作為立法結果的選擇權，其餘存入短天期國債。持續監控三項聯合再進場門檻：營收成本率連續兩季降至88%以下、CLARITY法案收益禁令條款獲得解決、股價連續兩週站穩50日均線上方。最快可能的再進場時間約在2026年8月。耐心本身就是Alpha。