

非银行金融行业深度研究报告

从铸币到流通：稳定币生态拆解

——稳定币系列报告之一

- 稳定币依托区块链技术发行，同时在功能特性上较好地平衡了开放性与稳定性。**当前主流稳定币主要部署在以太坊、波场（TRON）、Solana 等公链之上，每条链因交易成本、速度、安全性差异承载不同的资金与优势使用场景。（1）**USDT 最初基于比特币的 Omni 协议发行，后逐步转向以太坊和 Tron。**目前，Tron 已成为提供 USDT 最大的网络，链上 USDT 流通量占比 50.6%。TRON 与 USDT 实现较强绑定，生态相互依赖。TRC20-USDT 广泛应用于跨境支付、场外交易等场景，尤其在金融基础设施不足的新兴市场，成为当地用户进入数字经济的重要入口。（2）**USDC 于 2018 年在以太坊主网上线，已在 23 条区块链网络上得到原生支持。**目前，以太坊仍是 USDC 最大供应网络和主要流通链。（3）**如何实现资产跨链？**除了原生多链部署之外，稳定币也可以通过跨链协议或桥接机制在各链间实现流通。
- 一级市场的发行是稳定币生态的起点，发行方基于储备资产铸造稳定币，并通过合作机构或服务商实现分发。**（1）**Tether 发行的 USDT 市占率约 62%，盈利模式主要依赖于低成本资金带来的投资收益，及铸币与赎回收入。**底层储备资产结构上，25Q1 储备资产 82%配置于现金及现金等价物等合规资产，约 18%投入比特币、黄金等多元化的非合规资产。2024 年利润超过 130 亿美元，“不合规部分”贡献近 40%的利润。USDT 应用生态蓬勃发展，不用负担过高分销以及合规成本，运营效率甚至超过多家传统金融巨头。但同时，Tether 在合规性上一直存在争议，包括尚未纳入主流监管体系、储备透明度和资产质量长期受到市场质疑、长期处于监管的灰色地带等。（2）**与 Tether 的模式有所不同，Circle 以“合规”作为标签，积极拥抱各国监管法律，以错位竞争实现市场突破。**但同时，其现有商业模式在盈利增长上的兑现周期较长。
- 稳定币服务商/做市商通过手续费、套利及流动性管理获利。**在不满足资格的客户存在铸币需求、CEX 无法满足大额订单或用户希望绕开公开市场等场景下，OTC 服务商铸币环节提供点对点或经纪式撮合服务，主要通过撮合佣金盈利及手续费盈利。此外，交易做市商和套利者在稳定币价格短暂脱锚时扮演市场“稳定器”的角色。全球主流稳定币背后均有活跃的做市与 OTC 网络支撑，但常常处于监管覆盖的灰色地带，合规义务执行不一。
- 稳定币资产管理方的主要职责是依法合规地管理储备资产。**以 Circle 为例，USDC 储备资产 616 亿美元中，约 86%的储备资产投向 Circle Reserve Fund，基金由贝莱德管理且 Circle 是唯一持有人，年管理费率为 0.16%。通过贝莱德专业资产管理能力提升储备金收益效率，每日更新公布投资组合，助力 USDC 加深市场信任。
- 稳定币托管机构的主要职责是安全保管储备资产。**合规稳定币发行方倾向于选择大型金融机构进行储备托管，提升透明度并获得信誉背书。美国 GENIUS 法案下，托管机构必须遵守“客户优先、资产隔离”等核心原则。以 USDC 为例，由贝莱德管理的 Circle Reserve Fund 托管于纽约梅隆银行，银行收取一定托管费；剩余的现金部分存放于受监管的金融机构，对于银行相当于低息吸储。
- 稳定币进入二级市场后，中心化交易所（CEX）与去中心化交易所（DEX）是重要的分发及流通渠道。**CEX 方面，从 USDT 到 USDC 及 FDUSD 的早期崛起之路上都离不开 CEX 等关键分销渠道的支持。具有代表性的 10 家交易所覆盖了加密货币市场 90%以上的交易量，形成了“一超多强”的格局。与此同时，过去几年 DeFi 加速发展，DEX 作为生态重要参与者之一发挥关键作用，相较于 CEX 运营效率更高。
- 加密货币钱包是稳定币存储、管理和流通的关键载体，盈利模式多元化，广泛嵌入加密货币生态各主要环节。**盈利模式上，包括但不限于收取 Swap 服务费、DEX 返佣、Staking 合作分成、法币入口通道佣金、平台导流等方式，而较少直接向用户收取转账或账户费用。钱包深度赋能稳定币应用场景：支持跨链转账（如 USDT 多链流通）、跨境支付及商户结算，但匿名特性也带来合规风险（如难以关联地址与实际持有人）。当前主流钱包正向多链兼容与支付场景深化演进，成为稳定币生态的重要基础设施。
- 风险提示：监管政策变动、加密资产发展不及预期、资本市场大幅波动、技术与运营风险、本文资料来源存在局限性。**

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：徐康

电话：021-20572556

邮箱：xukang@hcyjs.com

执业编号：S0360518060005

联系人：崔伟晴

邮箱：cuiyiqing@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	71	0.01
总市值(亿元)	73,466.14	6.95
流通市值(亿元)	56,759.47	6.82

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	8.5%	13.3%	50.4%
相对表现	4.8%	5.9%	33.4%



相关研究报告

《金融资金面跟踪：量化周报（2025/06/30~2025/07/04）：超额整体平稳，市场成交量有所回落》

2025-07-06

《保险行业周报（20250630-20250704）：非车险“报行合一”在即，行业格局预计进一步优化》

2025-07-05

《证券行业重大事件点评：政策宣言 2.0：数字资产生态加速构建》

2025-06-30

投资主题

报告亮点

本篇报告作为稳定币系列报告第一篇，构建理解稳定币从铸币到流通的全生命周期的分析框架。在后续系列报告中，我们将通过拆解 Circle 商业模式、探讨稳定币发行背景及对现存支付体系影响、梳理各国或地区稳定币监管体系，为深入理解稳定币提供全面的分析框架与思考视角。

投资逻辑

8月1日，香港特区《稳定币条例》将落地生效。香港通过先行先试，创新性地构建稳定币监管框架，为市场奠定坚实的合规与信任基础，提升创新工具的公信力。《香港数字资产发展政策宣言 2.0》框架下，以稳定币为重要抓手，香港积极打造数字资产领域的全球创新中心。目前，稳定币正处于从政策落地走向场景探索的关键阶段。本文通过系统梳理美元稳定币产业链的各方参与者，旨在构建理解稳定币全生命周期的分析框架。

目 录

一、如何理解稳定币技术架构？	5
（一）稳定币依赖于区块链技术	5
（二）主流稳定币涉及公链	6
（三）如何实现资产跨链？	11
二、稳定币发行方	12
（一）Tether	12
1、运营及盈利模式	12
2、盈利能力及储备资产：什么贡献了利润？	13
3、合规性及应用场景探讨	15
（二）Circle	16
三、服务商/做市商	17
四、资管机构	18
五、托管机构	19
六、CEX/DEX	20
七、加密货币钱包	23
八、风险提示	26

图表目录

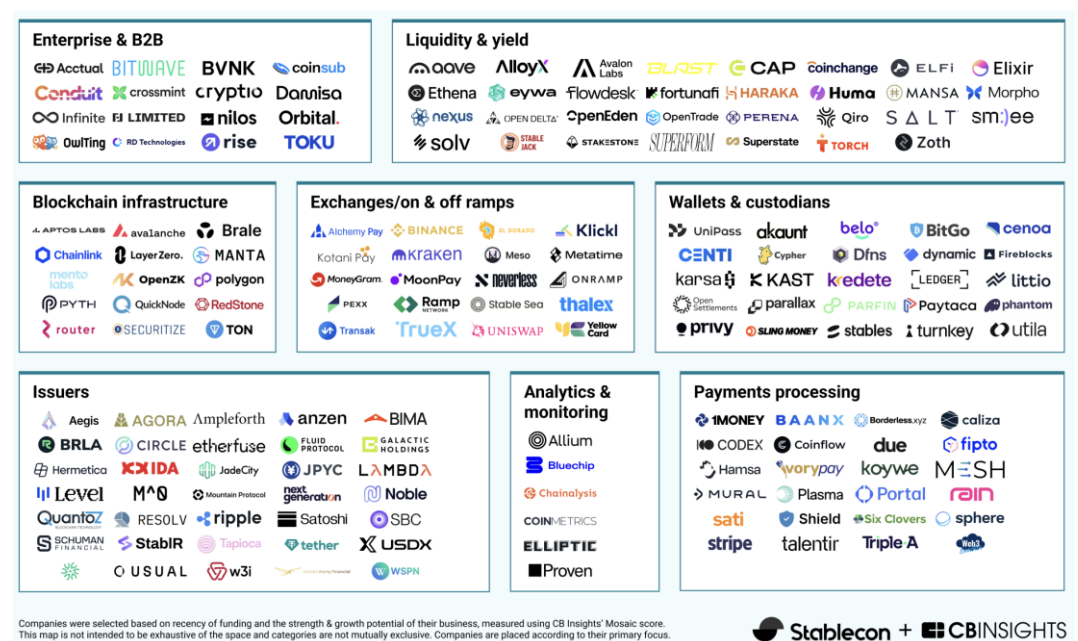
图表 1 稳定币生态图	5
图表 2 公链 VS 私链 VS 联盟链	6
图表 3 各公链稳定币供应量	6
图表 4 USDT 技术架构（以比特币网络为例）	7
图表 5 各区块链上 USDT 供应量	8
图表 6 USDT 主流区块链及场景对比	8
图表 7 各区块链上 USDC 供应量	10
图表 8 USDC 前五大供应区块链及场景对比	10
图表 9 USDT 发行、销毁流程	13
图表 10 Tether 储备资产规模（亿美元）	14
图表 11 Tether 储备资产结构	14
图表 12 近十年 BTC、黄金价格走势（美元）	14
图表 13 Tether 与其他头部金融机构盈利能力对比	15
图表 14 Circle 储备资产规模及投向	18
图表 15 2025Q1 中心化交易所现货交易市场份额	20
图表 16 加密货币交易所 24H 交易量市场份额（现货+衍生品）	21
图表 17 2021-2024 年 Coinbase 营收拆分	21
图表 18 2021-2024 年 Coinbase 订阅和服务收入拆分	21
图表 19 Coinbase 界面（iOS 移动应用程序为例）	22
图表 20 CEX/DEX 平均每名员工月度现货交易量（月度交易额/员工人数）	22
图表 21 USDC 的主要持仓地址	23
图表 22 主要软件钱包服务商	24
图表 23 非托管热钱包举例	24

前言：本文作为稳定币系列报告的第一篇，主要聚焦于稳定币生态链中各类参与方商业模式的探讨，为深入理解稳定币产业链提供分析视角。

美元稳定币产业链生态极为丰富，正在加速突破链上生态的边界，深度嵌入传统金融体系和实体经济的运行环节，从而实现链上链下价值体系的深度融合。一级市场的发行是稳定币生态的起点，发行方（如 Tether、Circle）基于储备资产铸造稳定币，并通过合作机构或服务商实现分发（一级发行），此环节需合规审计、资产托管和链上部署，以保证其透明度、稳定性和可信度。稳定币进入二级市场后，通过中心化交易所、去中心化交易所、OTC 场外平台等渠道实现广泛流通，并由用户自由交易与使用。链上钱包、跨链桥和支付接口也构成了重要的基础设施层，支持用户将稳定币用于各种链上和链下活动。

应用层面，稳定币被广泛用于加密货币交易、跨境支付、链上结算、DeFi 质押、储值避险、商户支付、Web3 激励等多个场景，构成稳定币“可用性”的核心基础。同时，链上基础设施提供方、安全解决方案提供商、技术服务企业及支付与 B 端服务商，围绕稳定币形成了强大的辅助生态，共同为其技术架构、安全保障与多场景落地等方面提供支撑。

图表 1 稳定币生态图



资料来源：CB Insights&Stablecon

注：资料来自于 CB Insights&Stablecon，筛选出 172 家于近期获得融资、展现强劲发展势头的公司，可能存在遗漏的情况。

一、如何理解稳定币技术架构？

（一）稳定币依赖于区块链技术

稳定币基于区块链技术发行，在功能特性上较好地平衡了开放性与稳定性。区块链是一种分布式账本，具有去中心化、不可篡改、透明性等特点。区块链上价值的转移和支付不依赖中心化机构的指令，而是依赖计算机程序和区块链架构的设计。区块链技术主要分为公有链、私有链和联盟链三大类。不论是稳定币，还是其他类型的加密货币，都是基于区块链技术的应用。全球有千余条活跃公链，其中以以太坊生态依然是 TVL（总锁仓价值）

规模最大、开发者高度活跃的网络。

图表 2 公链 VS 私链 VS 联盟链

特征	公链	私链	联盟链
参与者	开放式，理论上任何人都可以加入	受限制，仅特定组织内部	特定组织或机构组成的联盟
去中心化程度	高	低	中等
控制权	社群共识	单一实体或组织	联盟成员共同控制
交易速度	较慢	较快	较快
典型应用场景	全球金融系统、去中心化应用	企业级服务	跨组织合作、供应链管理、金融服务
案例	以太坊、波场 TRON；树图链（Conflux）	JP Morgan Quorum（后并入 ConsenSys）	蚂蚁链

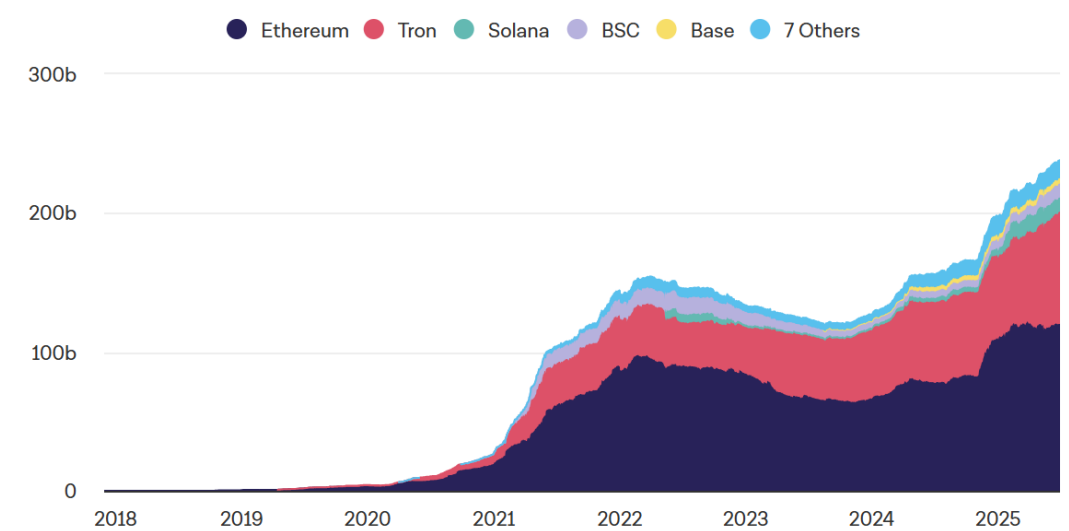
资料来源：coindada，华创证券整理

（二）主流稳定币涉及公链

公链生态分化背景下，基于每条公链不同的生态、链上资产特征、手续费、转账速度等多重差异，每种主流稳定币都有其偏好的公链，而公链可以理解为不同的“互联网”。具体来看：

USDT、USDC 等主流稳定币的流动性充足，在绝大多数主流交易所（Coinbase、Binance、OKX 等）以及去中心化交易平台上均有交易对，同时覆盖了主要公链：USDT/USDC 在以太坊、Tron、Solana、BSC、Polygon 等知名公链都可交易；而新兴稳定币（如 USD1、FDUSD）初期主要在特定公链（如 Tron、Solana 等）以及部分中心化交易所上线。

图表 3 各公链稳定币供应量

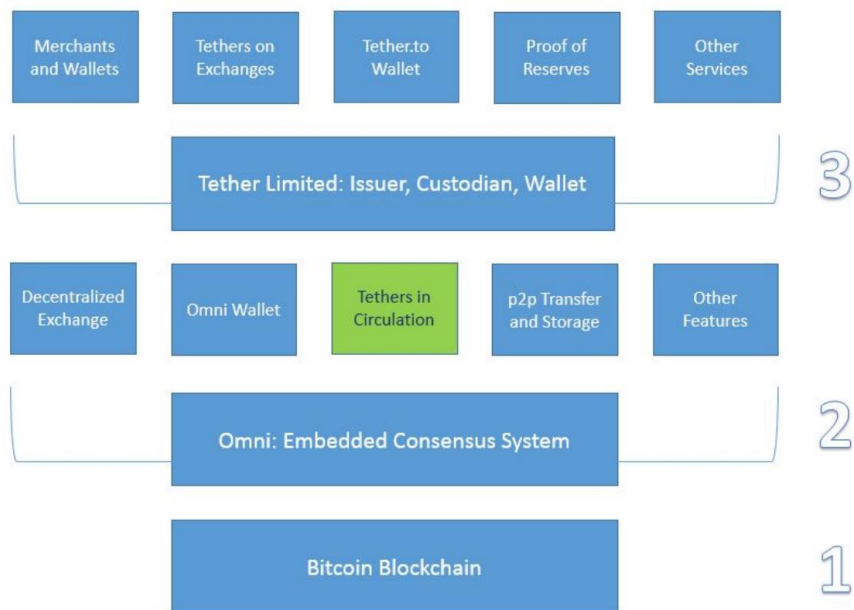


资料来源：DeFiLlama，转引自 The Block，updated as of July 9, 2025

(1) USDT

2014 年，USDT 是在比特币区块链上基于 OMNI Layer 协议（一个构建在比特币区块链上的协议，允许在比特币网络上创建和交易数字资产，主要优势是安全性高，但智能合约功能和扩展性较弱）发行的，这是市场上最早出现的稳定币。其技术架构主要分为三层：1) 第一层是区块链主网，USDT 的交易账簿通过 Omni 层协议嵌入比特币区块链中；2) 第二层是 Omni 层协议（Omni Layer Protocol），该协议主要是服务于比特币区块链，用于铸造、销毁、跟踪、交易和存储 USDT；3) 第三层是 Tether 公司这一实体，主要负责 USDT 发行以及抵押资产的管理、审计等，运营 USDT 以实现其与区块链钱包/交易所/服务商等的对接。

图表 4 USDT 技术架构（以比特币网络为例）

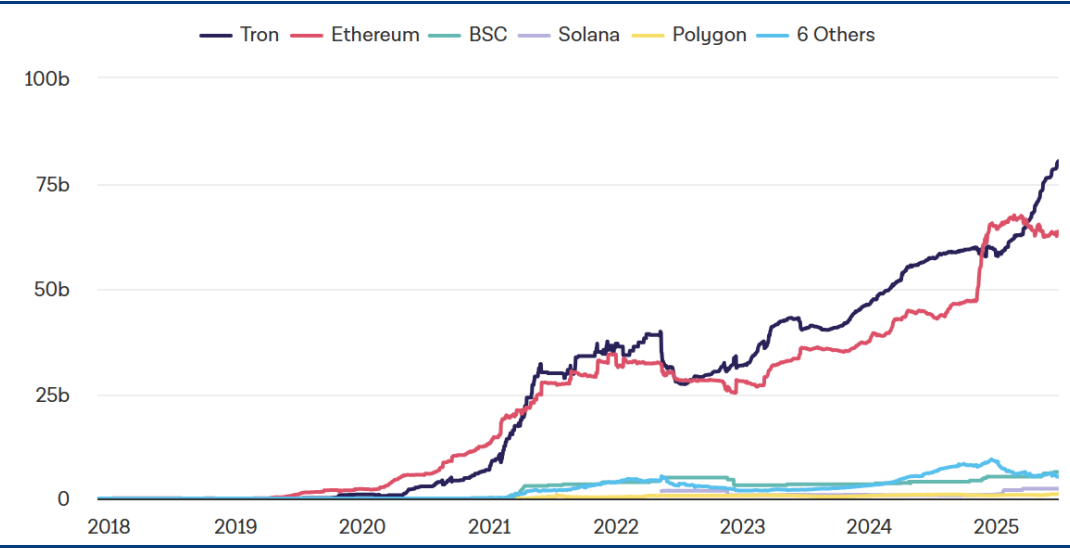


资料来源：Tether Whitepaper: Fiat currencies on the Bitcoin blockchain

2019 年后，USDT 铸造已经陆续转向了波场和以太坊。2018 年，以太坊网络因 ICO 热潮和智能合约广泛应用而爆红。2019 年，基于 ERC-20 协议发行的 USDT 出现，可存储在以太坊地址上，每次转账需要消耗以太坊的 Gas（用于计量和支付交易或智能合约执行所需的计算资源，每执行一种操作时需要给验证者支付费用 Gas Fee，以 ETH 计价，总费用=Gas Used*Gas price）。2019 年 3 月初，波场（TRON）宣布与 Tether 合作，利用智能合约在波场网络中发行与美元 1:1 锚定的 USDT，使用 TRC20 协议，即 USDT-TRON20。自此之后，USDT 铸造陆续转向波场和以太坊。

TRON 已正式超越以太坊，成为提供 USDT 最大的网络。TRON 通过前期的手续费补贴、激励措施及后续的能量租赁模式逐渐成为 USDT 发行及流通的第一大网络。截至 2025/7/3，根据 USDT 的透明度数据，就实际流通量而言，Tron 上 USDT 实际流通量 800.6 亿美元，占比 50.6%；以太坊实际流通量 737.3 亿美元，占比 46.6%；Solana 实际流通量 18.3 亿美元，占比 1.2%。

图表 5 各区块链上 USDT 供应量



资料来源：DeFiLlama，转引自 The Block，updated as of July 9, 2025

整体看,USDT-ERC20 和 USDT-TRC20 转账速度相对于比特币网络有明显的提高。USDT-TRC20 发行时承诺完全公开透明，转账成本较低，秒级到账（部分时段需要考虑交易拥挤度的问题）。而 USDT-OMNI 的优势在于比特币网络的链上资产相对安全性较高，但是交易速度较慢。

图表 6 USDT 主流区块链及场景对比

区块链名称	链上活跃度	交易速度	手续费	区块链适用场景	安全性	链上 USDT 流量占比
TRON	24h 活跃地址数量: 258 万 24h 转账数量: 918 万	速度快	低手续费	适用小额转账 跨境支付，例如劳工汇款、贸易结算 可能涉及部分非法交易	有限	50.6%
Ethereum	24h 活跃地址数量: 45 万 24h 转账数量: 143 万	速度较快	手续费视网络拥堵情况而定	高平均交易额，远高于其他公链 适用于中等金额转账 在去中心化金融(DeFi)，非同质化代币(NFT)，和去中心化自治组织(DAO)等项目中应用较广	较高	46.6%
Solana	24h 活跃地址数量: 360 万 24h 转账数量: 8013 万	速度快	低手续费	转账活跃但金额偏小 高频消费级应用（GameFi/SocialFi）	较高	1.2%
Omni	24h 活跃地址数量: 79.5 万 24h 转账数量: 未公开	速度较慢	较高手续费	适用于大额转账，安全性最高	最高	0.1%

资料来源：Tether，DeFiLlama，PANews，华创证券整理

注：数据截至 2025/7/3。

TRON 与 USDT 强绑定，生态相互依赖。TRC20-USDT 是 Tether 基于波场网络发行的锚定美元的稳定币，自 2019 年 4 月上线以来，流通规模持续攀升。2021 年，其发行量首次突破 100 亿枚，此后保持高速增长。今年以来，TRC20-USDT 增发近 210 亿枚，累计发行量突破 800 亿大关。截至 2025/6/23，TRC20-USDT 持有账户数达 6731 万个，累计转账笔数超过 25.95 亿笔，多项关键指标全面领先其他主流公链 USDT 版本。2025 年 3 月，波场 TRON 宣布推出 Gas Free USDT 转账功能，适用于无法或不愿持有 TRX 的使用者，进一步降低交易摩擦。

TRC20-USDT 获得全球用户的广泛认可，核心在于其高效、稳定、低成本的链上交易体验。波场网络具备高吞吐量、高可访问性等优势，网络每秒可处理数千笔交易，确认时间低至秒级，转账费用极低，部分场景甚至实现零费用，尤其适用于对确认速度和成本敏感的场景。安全性方面，2024 年 TRON 与 Tether 及 TRM Labs 成立 T3 打击金融犯罪小组（T3FCU），通过实时监控 USDT 交易，显著降低非法活动，2024 年非法交易量减少约 60 亿美元，进一步增强用户信任。

目前，TRC20-USDT 已被广泛应用于金融信托、通讯转账、旅行结算、跨境支付等多个领域，尤其在金融基础设施不足的新兴市场，成为当地用户进入数字经济的重要入口。TRON 积极布局全球市场，尤其在发展中经济体的场外交易、P2P 交易和跨境汇款等场景具有广泛应用，并逐渐渗透至日常的支付场景。2022 年，多米尼克官方指定波场 TRON 为国家级区块链基础设施，TRC20-USDT 等七种基于波场发行的通证也被赋予与法币同等的地位，接受度进一步提升。

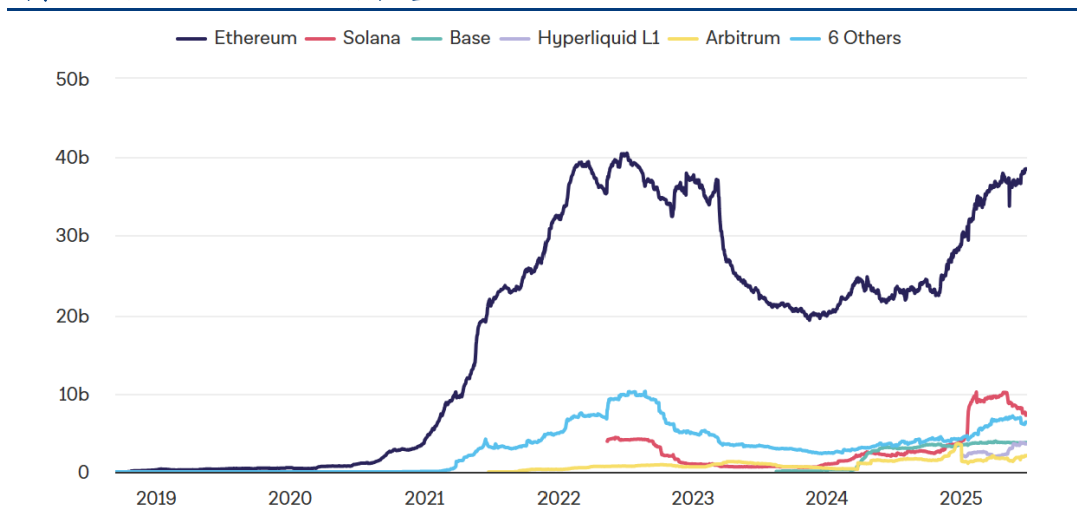
USDT 是波场链的核心生态，支撑其网络活跃度、资产规模与应用价值。波场上 99% 的稳定币市值由 USDT 贡献。TRC20-USDT 的成功，使 TRON 避开了与以太坊等网络在 DeFi 高阶赛道的正面竞争，转而成为促进新兴市场“金融包容性”的基础设施。此外，币界网引用区块链数据平台 Artemis 表示，TRC20-USDT 的使用并不局限于新兴市场，在发达国家同样被大量采用，展现出其全球范围内的广泛影响力。

（2）USDC

Circle 选择以太坊作为 USDC 的首发平台。2018-2019 年 Compound、MakerDAO 等早期 DeFi 协议均基于以太坊构建。以太坊当时拥有最活跃的 DeFi、交易所与开发者生态，是构建稳定币的理想媒介。USDC 正是在这种背景下于 2018 年 9 月通过 Centre 联盟正式推出，并在以太坊主网作为 ERC-20 稳定币上线。

目前，USDC 已在 23 条区块链网络上得到原生支持，未来预计还会接入更多。对于与 EVM（以太坊虚拟机）兼容的区块链，USDC 通过智能合约部署；而在非 EVM 链上，USDC 则利用各自链的原生代币机制。公链接入上，USDC 主要基于以太坊区块链，遵循 ERC-20 标准，但也在其他区块链上运行，比如 Arbitrum、Solana 等网络。与 USDT 相比，USDC 在合规透明度、审计机制和安全性方面具备更高标准。

图表 7 各区块链上 USDC 供应量



资料来源: The Block, Coin Metrics, DeFiLlama, updated as of July 9, 2025

图表 8 USDC 前五大供应区块链及场景对比

区块链名称	供应量 (亿美元)	占比	介绍
Ethereum	411.4	66.8%	以太坊是一个由社区运营的区块链，是数字货币、全球支付以及面向所有人开放的应用程序的平台。以太坊服务默认开放，应用程序透明且开源。USDC 助力以太坊去中心化金融（DeFi）生态系统中的数千个协议，每天有数百万枚 USDC 在以太坊网络上流转。
Solana	71.8	11.7%	索拉纳（Solana）是一个去中心化、可扩展且高效的区块链网络，对开发者来说功能强大，对所有用户来说速度快捷。作为行业内最快的区块链之一，索拉纳能实现 400 毫秒的结算时间，且交易成本仅为几分之一美分。开发者选择在索拉纳上使用 USDC，为高频交易、金融服务、消费者支付及会员计划等应用程序提供支持。
Arbitrum	55.4	9.0%	Arbitrum 正通过强大的 Layer 2 扩容解决方案助力以太坊未来发展。其 optimistic rollups 让开发者能够在继承以太坊安全性的同时，构建新一代应用程序。这是一个秉持中立、开放、包容原则的成长型社区，使用 USDC 进行开发，开发者可使用 Rust、C、C++ 等编程语言编写代码，同时保持与以太坊虚拟机(EVM)的完全兼容性。
Base	37.4	6.1%	Base 是一个安全、低成本的开发者友好型以太坊 Layer 2 网络，致力于为区块链带来十亿级用户。该网络构建于 OP Stack 之上，使开发者能够：1）轻松部署任何 EVM 代码库；2）无缝接入来自以太坊 L1、Coinbase 及其他可共同操作区块链的用户与资产。
Sui	7.5	1.2%	Sui 是一个 L1 区块链网络，为开发者构建链上应用提供快速、安全、可扩展且低成本的基础设施。其 DeFi 和游戏生态系统正在蓬勃发展，目前已承载超过 85 款应用且持续扩展。作为首个基于 Move 编程语言原生支持 USDC 的区块链，Sui 作为通用型公链赋能企业和开发者构建多元应用场景——涵盖 DeFi、gaming、DePIN 和 ecommerce 等领域。随着 USDC 的集成，开发者现可依托业内规模最大、受监管的美元稳定币进行开发。

资料来源: Circle, 华创证券

注: 仅展示支持 USDC 原生部署的区块链，数据截至 2025/7/3。

（三）如何实现资产跨链？

由于每条区块链（以太坊、波场、Solana 等）都是完全独立的网络，各自拥有共识机制、账本系统及原生代币。因此若想让稳定币在多个区块链之间流通，除了在每条链上原生部署之外，通常还需借助跨链桥（bridge）等技术，将资产在链与链之间转移或映射。以 USDC 为例，跨链流转主要基于两种方式：

1、官方原生跨链协议

Circle 推出的 CCTP（Cross-Chain Transfer Protocol）支持 USDC 在多条链间使用销毁/铸造（Burn & Mint）方式原生跨链。用户在源链发起转账，智能合约会销毁（burn）USDC；Circle 发布“销毁证明”，目标链再铸造（mint）等量 USDC。这种方式无需桥接资产，保持流动性统一，资产为原生 USDC（可以理解为 USDC 的“官方版本”，可以保证与美元 1: 1 锚定），安全性和效率较高。

2、桥接跨链

锁定/铸造方式常见于跨链桥中，尤其针对不具备原生跨链支持的目标链。若目标链不支持官方发行，仍可使用传统桥接机制。借助该技术，用户通证将会在源链被锁定，随后目标链会发行等量映射通证，实现数据的传递，用户则使用映射通证参与目标链的应用或者活动。简单来说，用户在起始链的智能合约中锁定通证，然后在目标链上以“打欠条”的方式铸造包装版新通证。反向操作就是将目标链上的包装通证销毁，以解锁起始链上的原始通证。例如，BSC 上的 USDC 通常采用 BEP-20 标准，是从以太坊等链桥接过来的版本。它并非 Circle 官方直接铸造，而是桥协议依托锁定机制铸造的代币版本。

跨链桥模式下，涉及到 Wormhole、cBridge（Celer）、Synapse、Allbridge、ChainPort 等跨链协议及基础设施提供方，集成多条区块链和多种资产，实现资产在不同链间的安全迁移与交互。由于跨链桥高价值聚集、技术架构复杂等多种特点，过往成为被黑客攻击的主要对象，安全事件频发。提高跨链桥的安全性也成为重要挑战，以实现资产在不同链间的安全迁移与交互。

二、稳定币发行方

目前市场上主流的稳定币，按照其抵押的实物资产类别可以分为：法定货币抵押的稳定币、加密货币抵押的稳定币、实物资产抵押的稳定币以及基于算法的稳定币。本文仅讨论主流的法币抵押稳定币。

（一）Tether

1、运营及盈利模式

Tether 的 USDT：全球最早、规模最大的稳定币。2014 年，iFinex 旗下的 Tether 公司成立，并提出法币锚定加密货币构想，随后正式发行 USDT，基于比特币 Omni 协议，成为首个主流法币抵押稳定币。在 2017 年之前，USDT 的市值一直在 700 万美元以下，但从 2017 年开始，得益于数字资产步入牛市、Tether 同步上线了三大交易所、部分主权国家颁布监管新规，严禁虚拟代币发行、流通等背景下，USDT 放量增长，2017 年年底的规模接近 14 亿美元，并保持了近 5 年的快速增长。2018 年，Tether 推进合规性升级，推出 ERC-20USDT，适配以太坊生态，拓展发行网络。2021 年，稳定币进入规模化发展阶段，年末 USDT 市值达近 800 亿美元。2022 年，UST 的崩盘导致稳定币市场经历了一年左右的回调。2024-2025 年，稳定币市场逐步成熟，牛市推动市值持续攀升。截至 2025 年 6 月 24 日，全球稳定币总市值达 2513 亿美元，USDT 市值为 1561 亿美元，占比 62.1%。

概念厘清：如何交易以 USDT 为代表的稳定币？

主流的数字货币交易有两个场景，一是中心化交易所，如币安、OKX、Coinbase 等，交易方式类似买卖股票，需开设交易所账号，进行充币提币后交易，交易无法追踪；二是链上交易，可追踪，用户需要有链上钱包，同时在该链上拥有资产才能交易。例如，若用户想在以太坊上交易，需要以太坊能够接受的钱包，且在以太坊链上有对应的资产。

若客户手里有法币，客户需要有中心化交易所的账户或者加密货币钱包。通常来讲，用户一般不直接与 Tether 或 Circle 对接，而是通过服务商或做市商与其对接。具体步骤如下：1) 用户将美元存入服务商的银行账户；2) 用户提供钱包地址或者交易所收款地址，服务商对接稳定币发行方铸造稳定币，并把等额的 USDT 转账到客户账户；3) 用户使用稳定币进行链上或交易所内的自由交易和转账；4) 赎回阶段，若用户需要赎回美元，通常通过同一服务商或交易所完成赎回流程；5) Tether 销毁等值稳定币（Burn）并返还美元至用户提供的银行账户。

图表 9 USDT 发行、销毁流程



资料来源：华创证券

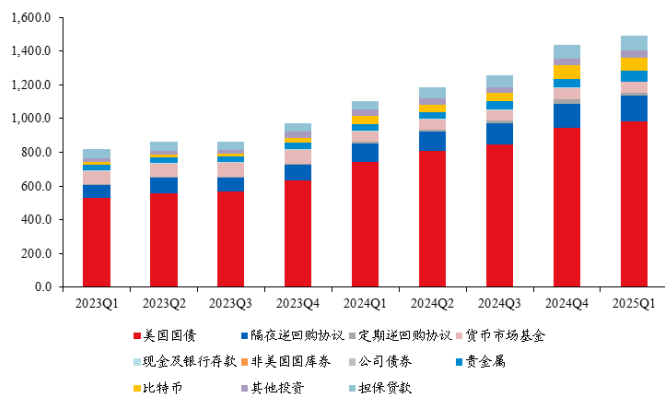
在上述环节中，稳定币发行方的盈利模式主要依赖于零成本资金带来的投资收益，叠加铸币与赎回收入。1）储备资产的投资收益：Tether 将用户存入的美元（零利息成本）大规模配置于短期美国国债、比特币、黄金等多元化资产，获取投资收益。2）赎回与铸造手续费，通常只对大型服务商、做市商（MM）或机构客户提供发行服务，并收取小额铸造/赎回手续费（约 0.1%）。

2、盈利能力及储备资产：什么贡献了利润？

Tether 储备资产高度多元化。截至 2025 年 3 月 31 日，Tether 储备资产总额达 1492.7 亿美元（较年初+4%）。从储备资产构成看，现金及现金等价物和其他短期存款占比 81.5%，其他资产类别合计占比 18.5%（含公司债券、贵金属、比特币等价值波动较大的资产）。细分来看，现金及现金等价物方面，美国国债占主导（占储备资产总额比例 66.0%，下同），其次为隔夜逆回购协议（10.1%）、货币市场基金（4.2%）等。其它资产类别中，包括担保贷款（5.9%）、比特币（5.1%）、贵金属（4.5%）、其他投资（3.0%）等。

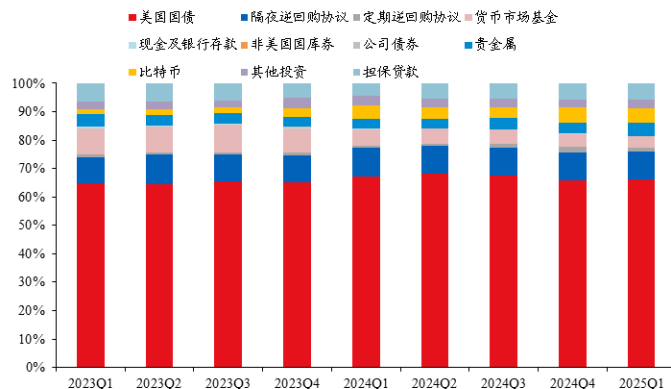
从过去两年储备资产的配置结构变化来看，变动不大。现金及现金等价物占比 81%-86% 左右，近一年呈下降趋势；美国国债配置占比维持在 65%-68% 左右。增配了其他资产，比特币资产由 2023Q1 的 15.0 亿美元增长至 2025Q1 的 76.6 亿美元，占比由 2% 上升至 5%。

图表 10 Tether 储备资产规模（亿美元）



资料来源: Tether, 华创证券

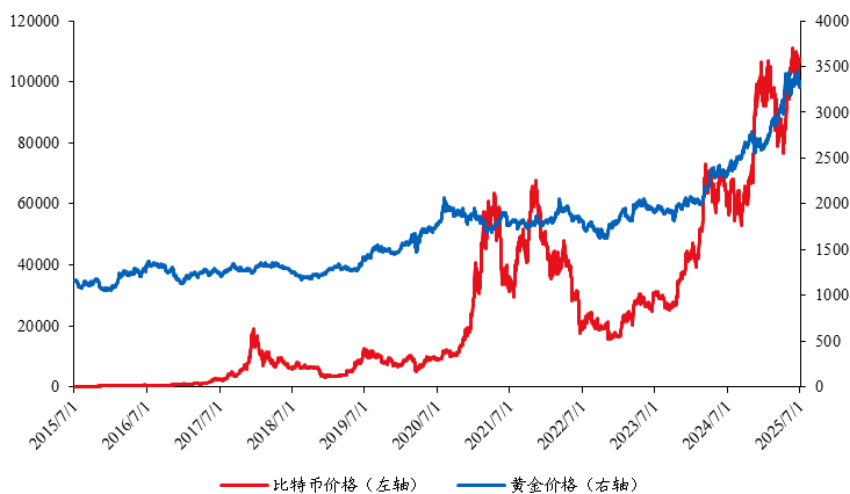
图表 11 Tether 储备资产结构



资料来源: Tether, 华创证券

储备资产中“不合规部分”贡献近 40% 的利润，人均贡献利润行业领先。从投资收益来看，由于部分储备资产投资比特币、黄金等获取高额收益。2024 年全年净利润约 130 亿美元，其中约 70 亿美元来自美国国债收益和回购，约 50 亿美元来自持有黄金和比特币的未实现损益。这 50 亿美元的收益来源于其近 18% 的储备资产，这些资产在 GENIUS 法案框架下被认定为“不合规”部分。

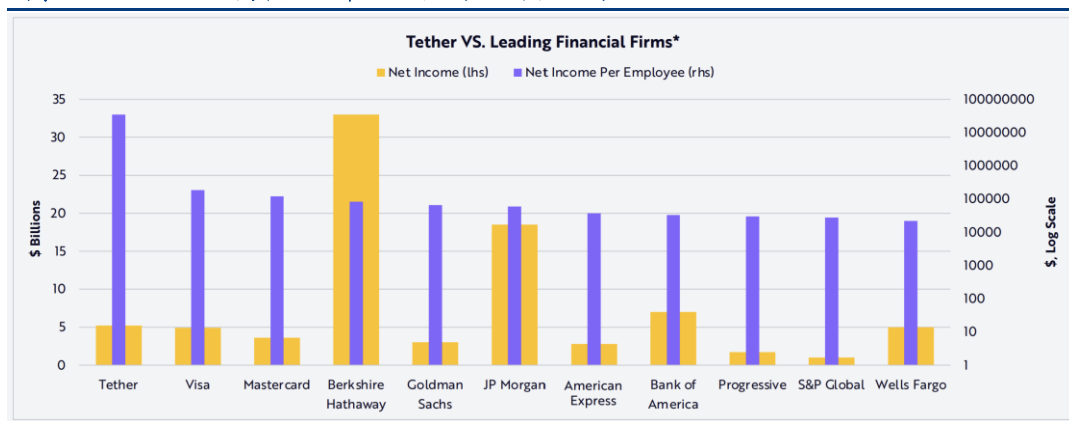
图表 12 近十年 BTC、黄金价格走势（美元）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

成本端，根据 ARK 的报告，Tether 员工人数仅不到 200 人，而 JP Morgan 和 Berkshire Hathaway 员工数量均超过 30 万人；2024 年上半年，在标普金融精选行业指数中，仅有 Berkshire Hathaway、JP Morgan、BOA 和 Wells Fargo 的净收入超过 Tether。

图表 13 Tether 与其他头部金融机构盈利能力对比



资料来源: ARK INVEST. "BID IDEAS 2025"

3、合规性及应用场景探讨

Tether 作为全球最大的稳定币发行方，虽然在市场占有率和资金规模方面处于领先地位，但在合规性方面仍存在显著不足。

1) 尚未纳入欧美主流监管体系: 目前, Tether 并未获得美国 SEC、纽约金融服务署(NYDFS) 或欧盟 MiCA 等主要监管机构的许可, 缺乏法律监管框架下的运营资质。

2) 储备透明度和资产质量长期受到市场质疑: 早期因储备金透明度受质疑, Tether 自 2022 年下半年开始通过 BDO 等第三方审计公开储备细节, 逐步重建市场信任。目前, Tether 储备资产虽有季度披露储备证明 (attestations), 但仍未提供全面审计报告。而 GENIUS 法案框架下要求稳定币发行人月度披露储备资产情况, 同时要求以 1: 1 的高质量、低风险的流动资产支持, 目前 Tether 仍有近 18% 资产处于 GENIUS 法案下“不合规”领域。尽管近年来 Tether 已开始提高透明度、优化储备结构并配合链上监控机构进行风险控制, 但整体仍未达到欧美监管机构对稳定币发行人的合规标准。

3) USDT 的运作长期处于监管的灰色地带, 多次因合规性问题受到监管调查及处罚。 2021 年, Tether 曾因与 Bitfinex 混用资金问题被纽约总检察长调查, 并支付 1850 万美元罚款和解; 公司注册地位于英属维尔京群岛, 总部分散且治理结构不透明, 亦未完全落实 KYC/AML 等反洗钱合规要求。

USDT 有哪些应用? 1) 加密货币交易中的核心资产/出入金工具。 USDT 作为稳定币, 是进入加密资产世界的“筹码”。经过多年的发展, USDT 对用户形成了极强的使用习惯, 目前仍然是出入金最优选的稳定币之一。同时, USDT 是绝大多数加密交易对 (如 BTC/USDT、ETH/USDT) 的报价币。**2) 跨境支付与财富储存。** USDT 还广泛应用于跨境支付 (例如跨境贸易中的 B2B 支付)、高通胀国家的财富储存等。例如, 在某些新兴经济体中, 未被纳入银行体系的人群庞大, USDT 被视作当地用户避险储值 and 跨境汇款的数字美元工具。许多尼日利亚用户将与美元挂钩的稳定币 USDT 作为避险工具, 以保护其财富免受本地货币贬值的影响。**3) 实体消费场景。** 部分拉美国家与加密友好地区商户支持 USDT 作为日常支付手段。**4) “灰色”地带。** USDT 还在灰色交易 (如非法融资) 中广泛应用, 进一步扩大需求。

未来 USDT 合规性如何展望？

我们认为，USDT 是离岸不受监管的美元稳定币，过去备付金结构存在风险，近年虽在合规方面努力，但未来一段时间内实现全面合规的可能性较低。在《GENIUS 法案》等立法框架的推动下，未来若美国监管对离岸稳定币实施严厉长臂管辖，则合规化主体可能侵蚀部分 USDT 的市场份额，同时 Tether 或退守监管宽松地区，维持“灰色美元通道”角色。从长期看，Tether 亦不排除通过结构调整、主动合规来争取更广泛市场准入的可能性，但这可能会对其现有用户基础产生一定冲击。

（二）Circle

2025 年 6 月 5 日，全球第二大稳定币 USDC 的发行商 Circle 在纽约证券交易所完成上市，成为稳定币领域的首个 IPO。与 Tether 的模式有所不同，Circle 以“合规”作为标签，积极拥抱各国监管法律，以错位竞争实现市场突破。我们通过分析 Circle 的运作模式，判断其发展的关键要点如下：

- 1、Circle 的核心商业模式中，与 Coinbase、BlackRock 共同构建的“朋友圈”占据了重要角色。Circle 与 Coinbase 的合作围绕稳定币 USDC 展开，而贝莱德（BlackRock）在 Circle 的治理结构与业务生态中扮演重要角色。
- 2、合规是稳定币的争议焦点，Circle 从支付切入到稳定币赛道之初，就坚定拥抱合规与监管，作为自己在竞争上的重要“标签”。
- 3、与 Tether 相比，Circle 最大的竞争优势在于合规透明与生态共建；此外，Circle 通过技术开发与业务创新、储备资产结构与风险抵御能力、机构渗透力与生态拓展性上等方面的深度布局，构建起 Circle 的“护城河”。
- 4、Circle 现有商业模式在盈利增长上的兑现周期可能较长。

详细分析见我们同步发布的稳定币系列深度报告第二篇。

三、服务商/做市商

功能 1: 提供点对点或经纪式撮合服务。如前文所述，在一级市场上，稳定币发行方通常不直接与个人直接兑换。以头部稳定币为例，USDT 对于 10 万美元以上，只要付注册费即可直接与 Tether 进行兑换；而 Circle 按照客户等级运行，只有其合作伙伴或者 A 类用户（交易所、金融机构）等有资格铸造（Mint）USDC。在不满足资格的客户存在铸币需求、CEX 无法满足大额订单或用户希望绕开公开市场等场景下，OTC 服务商在其中提供点对点或经纪式撮合服务，主要通过撮合佣金盈利及手续费盈利。部分服务商与大型稳定币发行机构建立一级合作关系，从中获得更优惠的兑换价格与渠道权限，构建起稳定的盈利来源。而在小型非主流稳定币的分发中，一些初创团队推出的新型稳定币项目往往嵌入收益型机制，通过向持币方提供年化回报或参与收益分成的方式吸引资金，兼具稳定币与类理财产品的属性。

功能 2: 交易做市商和套利者在稳定币价格短暂脱锚时扮演市场“稳定器”的角色。典型事件如 2023 年硅谷银行暴雷导致 USDC 因储备恐慌一度跌至 0.87 美元，此时服务商低价买入 USDC，再向发行方赎回 1:1 等值资产，从中套利，同时缓解抛售压力。代表机构如 Jump Crypto、Wintermute 等，拥有强大的量化交易系统，可以在多链和多平台间捕捉套利机会。其盈利模式以做市利润、套利差价为主。

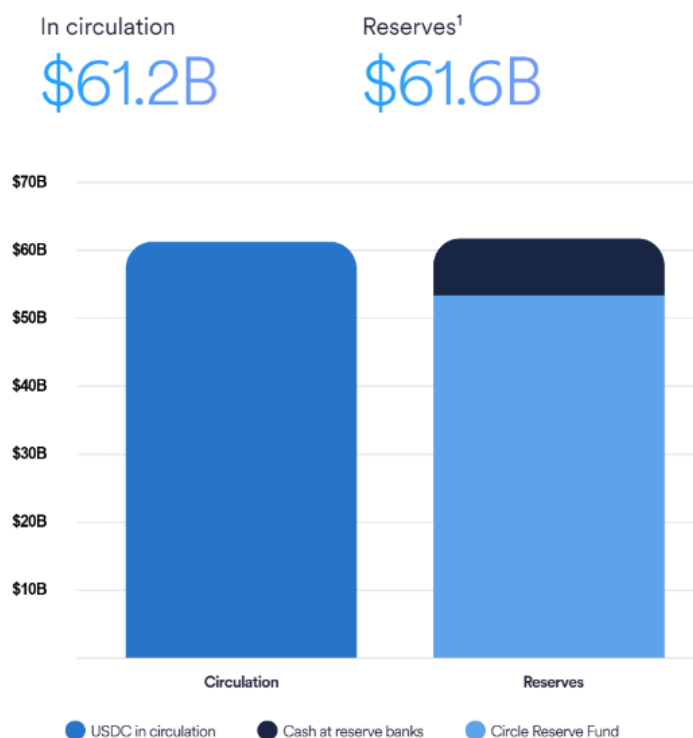
目前全球主流稳定币背后均有活跃的做市与 OTC 网络支撑。如 Cumberland、Wintermute、FalconX 等 OTC 做市机构，则活跃于跨境清算、交易所对冲、链间套利等多个业务场景。服务商/做市商不仅维系了稳定币的价格稳定，也提升了用户体验，降低了交易摩擦，保障了稳定币的流动性及其与法币桥接能力，但需要注意的是，相较于中心化交易平台，OTC 服务商通常处于监管覆盖的灰色地带，合规义务执行不一，更容易产生风险事件。

四、资管机构

稳定币资产管理方的主要职责是依法合规地管理储备资产，保障其安全性，同时维护储备资产的流动性和价值稳定。美国《GENIUS 法案》规定，稳定币发行方需每月公开储备资产组成情况，且所有储备信息需由注册会计师进行审计。因此，资产管理机构必须配合提供必要的投资组合持仓、历史表现等资料，以支持稳定币发行方完成法定或监管要求的信息披露。同时，资产管理机构须接受独立第三方审计或监管检查，以验证资产管理流程及合规性。

以 USDC 为例，其储备资产管理是严格遵守监管要求、确保透明度的典型实践。具体而言，USDC 储备资产 616 亿美元中，约 86%（533 亿美元）的储备资产投向 Circle Reserve Fund —— 一支依据美国“1940 年投资公司法”第 2a-7 条注册成立的政府货币市场基金。该基金的投资组合严格遵守规定，持有短期美国国债、隔夜美国国债回购协议和现金。基金由全球顶级资产管理机构贝莱德（BlackRock）进行管理，Circle 是该基金的唯一持有人，年管理费率为 0.16%。按照监管要求，基金需至少每半年披露一次定期报告，并每日更新公布其投资组合，保证储备资产管理的透明度和运作效率。

图表 14 Circle 储备资产规模及投向



资料来源：Circle

五、托管机构

为保障稳定币持有人的资产安全,稳定币托管机构需遵循一系列规定,并履行相应职责。

以美国《GENIUS 法案》的监管要求为例,稳定币托管人必须遵循三项核心原则:1) 客户资产原则:托管账户中的储备资产及相关私钥应归属于稳定币持有人或受益人,托管人不得将其视为自身或发行人财产,并须采取合理措施防止债权人追索;2) 禁止混同原则:托管人持有的稳定币储备资产、现金及其他相关财产必须与托管人自有资产严格隔离,但以存款机构负债形式持有的现金形式的支付稳定币储备资产不受任何关于将此类现金与存款机构财产分离的要求约束;3) 客户优先原则:无论资产是否隔离,客户对托管资产的索赔权始终优先于发行人或托管人自身的索赔权。

信息披露:对于从事托管活动的受监管金融机构,GENIUS 法案还规定美国联邦金融监管机构不得要求受监管银行、信托公司或其他类似实体在任何财务报表或资产负债表上将托管资产列为负债,也不得要求这类受监管机构为其所托管或保管中的资产保有额外的监管资本,除非监管机构认为该额外监管资本系缓解受监管金融机构运营风险所必需。同时,托管机构还应支持稳定币发行方定期出具储备资产证明。

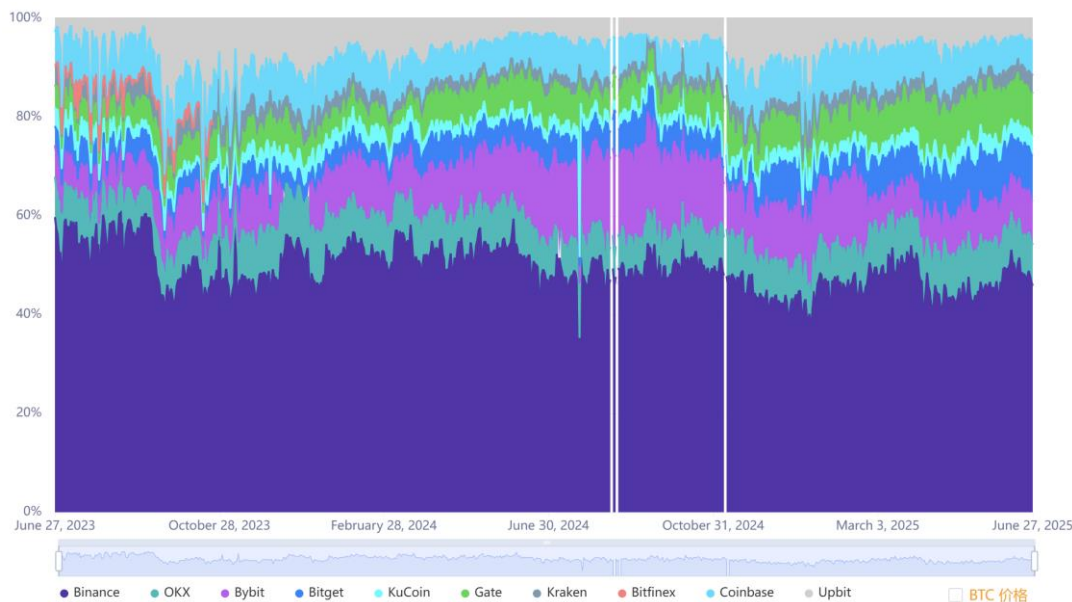
托管方商业模式: 托管费+吸收存款。稳定币储备资产的托管主要由商业银行、信托公司和其他受监管的金融服务机构。稳定币发行方倾向于选择传统大型金融机构进行储备托管,提升透明度并获得机构信誉背书。以 USDC 为例,其大部分储备金由贝莱德 Circle Reserve Fund 持有,基金托管于纽约梅隆银行,银行收取一定托管费;剩余的现金部分,则存放于受监管的金融机构,对于银行相当于低息吸储。

六、CEX/DEX

加密货币交易所是促进加密货币购买、出售和交易的在线平台，承担着资产兑换、流通与定价的关键职能。交易所的基本功能是充当买卖双方之间的撮合平台，提供加密货币与法定货币之间的兑换服务，并支持用户之间的加密资产交易。交易所可以分为如下两类：

中心化交易所（CEX）是最常见的类型，由一个管理交易平台的中央组织运营，用户通过交易所界面创建账户、存入资金和进行交易。从中心化交易所竞争格局来看，根据tokeninsight，2025Q1 加密市场现货交易量高度集中，具有代表性的 10 家交易所（可以覆盖加密货币 90%以上的交易量）中，Binance 占据 46.4%的市场份额，领跑市场。前七大交易所（Binance、Bybit、Coinbase、OKX、Gate、Upbit、Bitget）合计占 94.7%的市场份额，已形成了“一超多强”的格局。

图表 15 2025Q1 中心化交易所现货交易市场份额

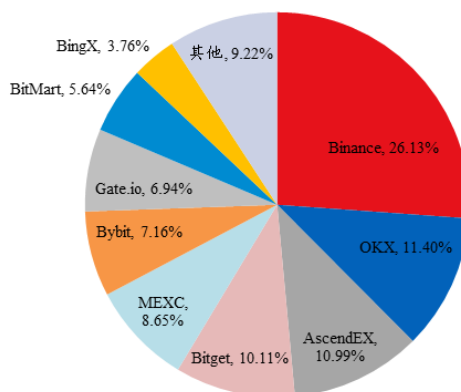


资料来源: tokeninsight

注: 仅统计有代表性的 10 家交易所, 选择的交易所占据全市场交易量的 90%以上。

从 USDT 到 USDC 及 FDUSD 的早期崛起之路上都离不开中心化交易所等关键分销渠道的支持，只有这些交易所的庞大流动性支持，稳定币才能实现平稳起步。在稳定币发行初期，如何快速获取用户信任、提升市场接受度与流动性、实现交易深度和价格稳定，是其能否站稳市场的核心挑战。

图表 16 加密货币交易所 24H 交易量市场份额（现货+衍生品）

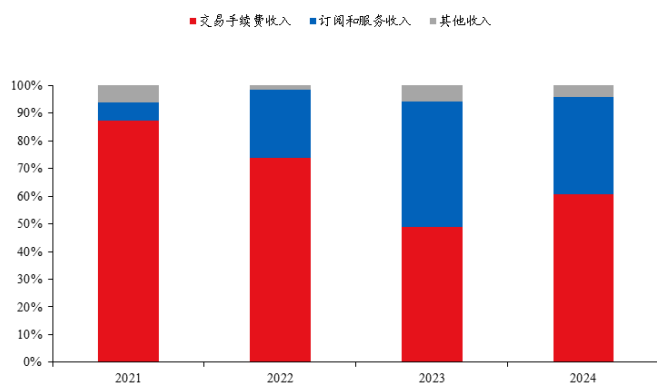


资料来源: tokeninsight, 华创证券

注: 24H 交易量数据统计区间为 2025/7/2。

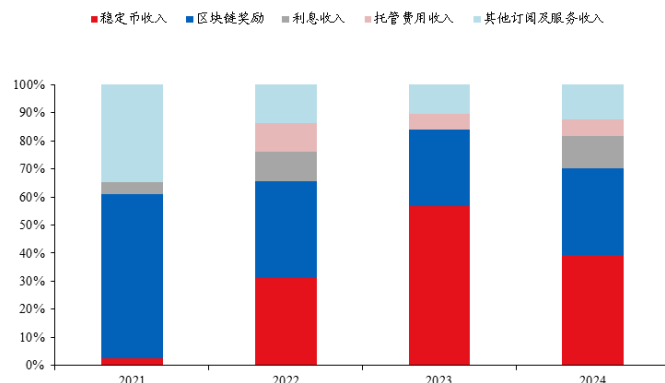
从商业模式来看，以上市的 Coinbase 交易所为例，Coinbase 为客户提供围绕加密货币的一系列服务，包括交易、质押、存储、管理、借贷和使用加密资产等。2024 年，Coinbase 收入中，交易手续费收入（Trading Fees）占比 61%，是 Coinbase 营收中最大组成部分。订阅和服务收入（Subscription & Services）占比 35%，其中，主要包括区块验证与质押、稳定币利息分成、利息收入、托管服务收入等，分别占收入比 31%/39%/12%/6%。2023 年起，来源于稳定币的收入大幅增长，主要由于 USDC 规模上升以及美联储加息导致来自 Circle 的分成增加。

图表 17 2021-2024 年 Coinbase 营收拆分



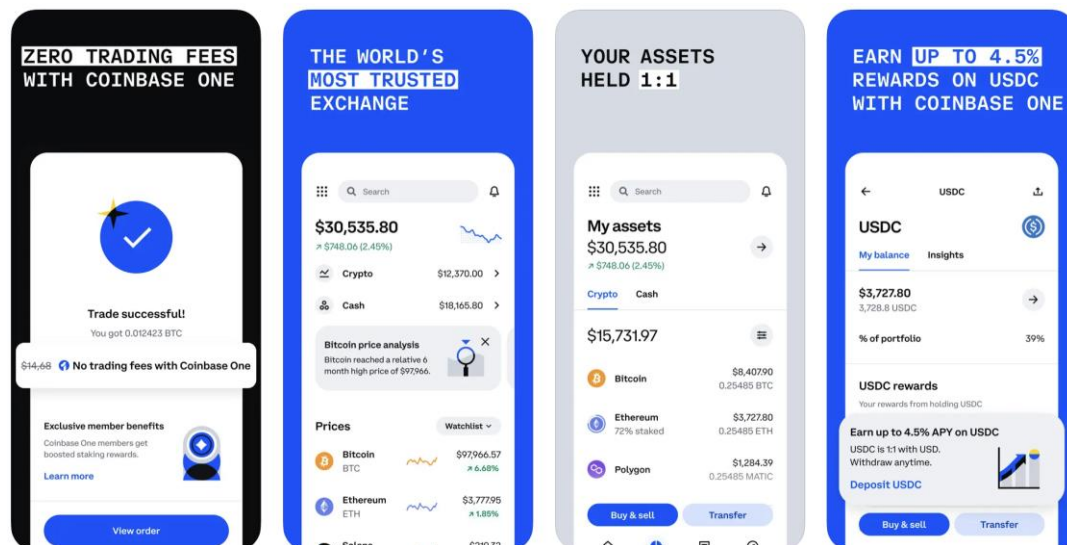
资料来源: Coinbase, 华创证券

图表 18 2021-2024 年 Coinbase 订阅和服务收入拆分



资料来源: Coinbase, 华创证券

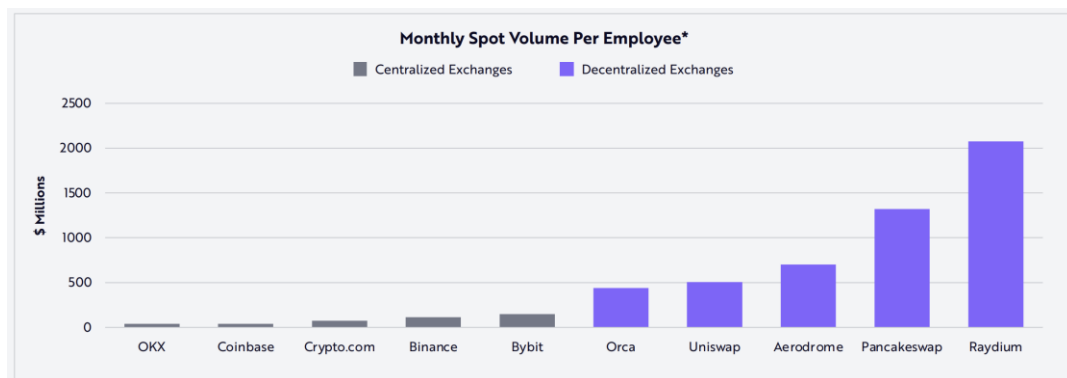
图表 19 Coinbase 界面（iOS 移动应用程序为例）



资料来源: apps.apple.com

去中心化交易所（DEX）是在区块链基础上运行的、无需中心化中介的资产交易平台。过去几年 DeFi（去中心化金融）蓬勃发展，DEX 是生态重要参与者之一。DEX 允许用户使用智能合约直接相互交易并保持资金控制权，交易直接在区块链上执行。同时，不对用户进行 KYC（用户信息）的认证，目前也不受到监管机构的直接约束。尽管如此，DEX 的规则设计、协议开发与运维仍由特定团队主导，相关机制需依托公链网络进行部署与执行。在实际运营中，如 Uniswap、Aerodrome 和 Raydium 等代表性 DEX 项目，凭借高度精简的团队结构与自动化机制，实现了远高于中心化交易所（CEX）的运营效率，其团队规模通常为 CEX 的十分之一，但依然能支撑复杂的链上流动性市场。

图表 20 CEX/DEX 平均每名员工月度现货交易量（月度交易额/员工人数）

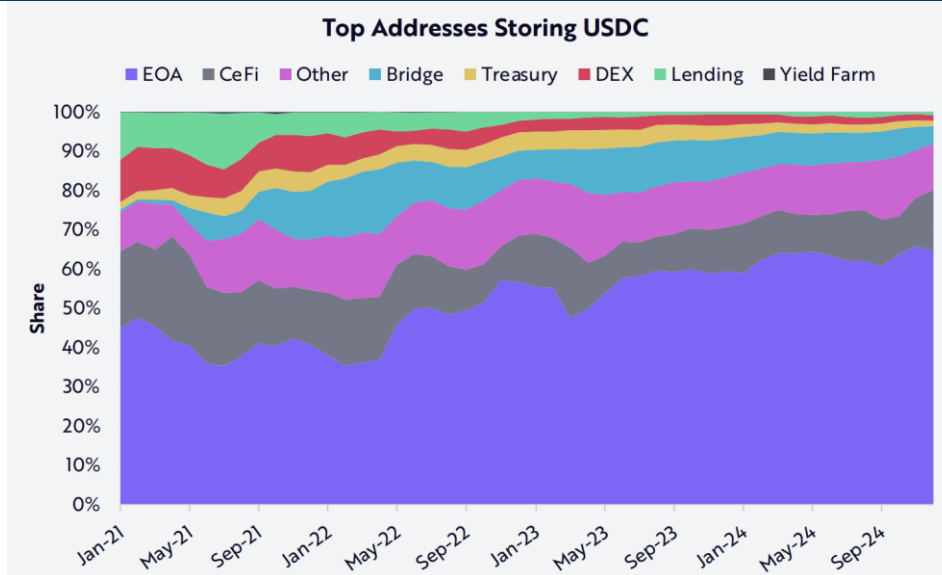


资料来源: ARK INVEST. "BID IDEAS 2025"

七、加密货币钱包

钱包有何重要性？加密货币钱包是一种设备或程序，支持加密货币存储、管理与转移。根据 ARK 的报告，以 USDC 的持仓地址为例，外部拥有账户（EOAs，包括链上由私钥控制的标准账户类型），即用于点对点（P2P）交易与资产存储的标准以太坊地址，目前占 USDC 使用量的 60%，是生态链上重要参与者。其次，中心化交易所占比约 11%，Layer2 网络间的跨链桥占比 7%，去中心化交易所（DEX）与加密借贷市场分别占比 1.7%。

图表 21 USDC 的主要持仓地址

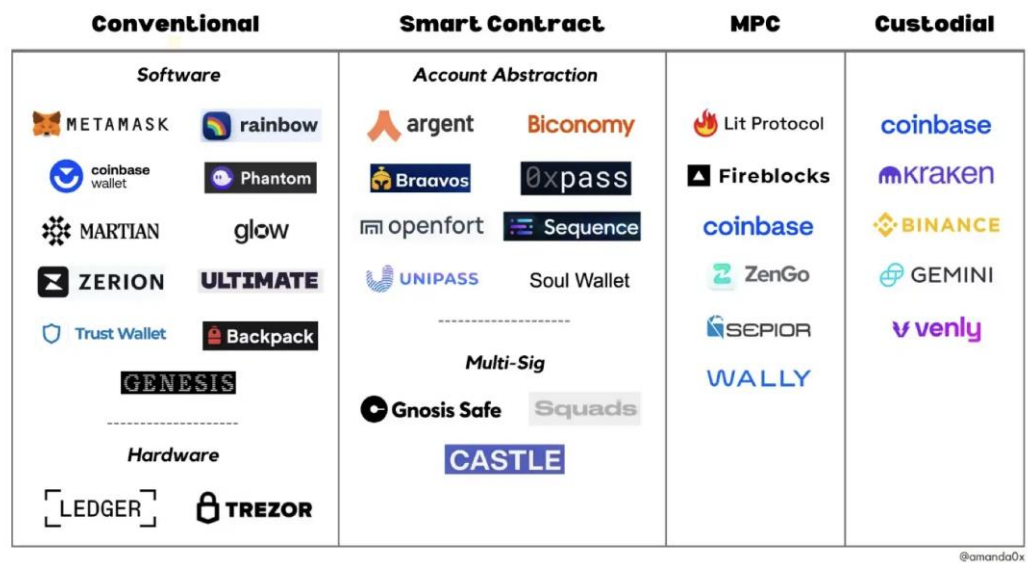


资料来源：ARK INVEST. "BID IDEAS 2025"

从分类来看，按照私钥掌控权，加密货币钱包主要分为两大类：托管与非托管。1）托管型钱包（Custodial Wallet）由第三方机构（如 BitGo、Coinbase Custody）管理私钥，用户授权其代为保管资产，广泛用于机构和高净值用户，通常按托管资产年化 0.1–0.5% 收费，提供资产安全、合规审计、清算协作等服务。2）非托管钱包（Non-custodial Wallet）则由用户自行控制私钥，代表产品包括 MetaMask、Trust Wallet、Bitget Wallet 等，不收取资产托管费，主要通过稳定币兑换手续费、支付通等方式盈利。二者区别在于资产控制权归属不同，托管型更安全合规，非托管更灵活自主，分别适用于不同风险偏好与使用场景的用户群体。

按照联网与否，加密货币钱包主要分为两大类：冷钱包与热钱包。1）冷钱包，指的是通过网络无法访问到用户私钥的钱包，例如有一个离线的物理设备（例如 USB）专门用于保存私钥与签名交易。由于始终与互联网隔离，冷钱包提供了较高等级的资产安全保护，有效防止黑客攻击与远程入侵。2）热钱包，指持续连接互联网的数字货币钱包，用户可随时在线访问、管理并发起交易操作。此类钱包将私钥存储于联网设备（如手机、电脑或服务器）中，具备操作便捷、交易效率高等优势，但由于处于在线状态，也更容易受到黑客攻击等网络安全风险的威胁。

图表 22 主要软件钱包服务商



资料来源: RedBelly Blockchain

非托管热钱包的盈利模式多元化, 广泛嵌入加密货币生态各主要环节。以 MetaMask 为例, 其在 Swap (加密货币兑换服务, 通过自动对接去中心化交易所获取最优价格) 中收取约 0.875% 服务费; 基于 Solana 生态的 Phantom 也对 Swap 收取 0.85% 服务费, 其主要目的之一是服务生态与推动区块链用户增长。Trust Wallet、OKX Wallet、Coinbase Wallet 等与交易所具有绑定关系的钱包盈利主要依赖 DEX 返佣、Staking 合作分成、法币入口通道佣金、平台导流等方式, 而非直接向用户收取转账或账户费用。其他基于公链推出的钱包如 Martian、Ultimate 等, 其收入来源为 Staking 抽成与少量生态激励等。所有链上操作的 Gas Fee 均由用户支付给区块链网络的矿工/验证者。

图表 23 非托管热钱包举例

生态归属	钱包名称	介绍	主要特点
交易所	OKX Wallet	OKX 旗下	交易所运用自身的技术和安全优势开发出安全性较高和易用性较强的钱包产品, 是现在的去中心化钱包赛道中的重要组成部分。
	Trust Wallet	被 Binance 收购	
	Coinbase Wallet	Coinbase 旗下	
公链	MetaMask	EVM 专用钱包, 以太坊核心开发公司 ConsenSys 推出	EVM 链开发者及用户最常使用的钱包。内建 Swap 功能收取约 0.875% 的服务费, 是其盈利模式之一。
	Rainbow	面向 Ethereum 用户, Rainbow Studio (独立创业公司) 开发	内建 Swap 功能中收取约 0.85% 手续费。用于轻度 DeFi 和 NFT 浏览。
	Phantom	主要基于 Solana 生态	内建 Swap 功能中收取约 0.85% 手续费。Solana 链上钱包用户数第一, NFT 市场用户首选。
	solflare	主要基于 Solana 生态	Solana 原生的非托管钱包, 本身不收费, 操作会产生链上费用, 这些费用归 Solana 网络验证者所有。
	Martian	主要基于 Aptos 生态	一款专为 Move 语言生态区块链 (如 Aptos 与 Sui) 打造的轻量级加密钱包, 支持浏览器扩展与移动端应用。它由 Martian 团队开发, 致力于成为 Move 系生态中用户体验最优、开发者最友好的非托管钱包。

	Keplr	主要基于 Cosmos 生态系统	Cosmos 生态中的核心钱包工具，集资产管理、质押治理、跨链交互于一体。钱包不直接收费，所有费用为链上 Gas 和质押验证人佣金，主要收入为 Staking 收益分成。
社交平台	Backpack	Coral（xNFT 协议的提出者和执行团队）开发，开始基于 Solana，拓展至 EVM	与 Backpack Chat（内建社交工具）绑定，通过社交+钱包+NFT，与传统单一资产管理工具相比更具互动性与社区属性。
	TON Wallet	由 Telegram 官方支持开发，后 TON Foundation 承接其后续运营，基于 TON 区块链	直接集成在 Telegram 中，可通过聊天窗口打开钱包。

资料来源：foresightnews，MetaMask，De.Fi，BitDegree，华创证券整理

加密货币钱包支持稳定币应用于多样化场景，包括跨链转账、跨境支付、本地支付等，加速突破链上生态的边界。在稳定币交易方面，如前所述，拥有链上钱包的投资者通过服务商兑换稳定币（法币→银行账户→等值 USDT/USDC 转入钱包）；跨链转账时，只要双方钱包支持同一种资产（如 USDT），并兼容相同区块链网络，即可完成转账。支付方面，加密货币钱包支持加密货币用于线上线下商户支付（前提是商户支持稳定币或通过绑定虚拟卡接入法币支付系统）、跨境汇款、B2B 支付等场景，尤其结合稳定币实现快速、低成本结算。

加密货币钱包在操作层面具有高度的灵活性与效率优势，同时存在潜在的合规风险。虽然区块链交易路径高度可追溯，能清晰记录资金流转，但钱包地址可匿名生成，难以直接关联实际持有人身份，稳定币发行方难以有效界定地址归属主体。目前主要依赖如 IP 地址定位等技术手段进行身份识别，但其准确性不足且效果有限，存在潜在合规风险。

我们认为，未来加密货币钱包将在多链兼容与跨链互操作性、用户体验优化以及支付场景的深化应用等方面持续发力，推动稳定币成为加密资产桥接传统金融体系的关键入口。

结语：稳定币生态链涵盖众多参与主体，产业生态极为丰富。我们预计，香港稳定币生态将加速构建，而重要机构的入局，是虚拟资产交易生态不可或缺的一部分。持续看好香港加密货币及虚拟资产交易生态的进一步构建及完善。

八、风险提示

监管政策变动：各国家或地区对加密资产及稳定币监管态度不断演变，若相关政策法规出现重大调整，则可能显著影响稳定币市场发展进程。

加密资产发展不及预期：若加密资产市场发展放缓、用户需求下降或技术创新受阻，可能导致稳定币的使用场景和增长空间低于预期。

资本市场大幅波动：若全球资本市场发生剧烈波动，可能影响稳定币储备资产的价值与流动性，进而削弱稳定币的兑付能力与市场信心。

技术与运营风险：稳定币作为链上资产，其安全性依赖于智能合约代码、公链性能及跨链协议的稳定性。若现合约漏洞、网络攻击或节点故障等问题，可能导致资产流失、数据泄露甚至系统性风险。

数据和材料搜集存在局限性：本文基于公开资料、第三方研究报告等撰写，可能存在数据和材料搜集不完整、更新滞后、统计口径差异等问题，结论仅供参考。

金融组团队介绍

金融业研究主管，金融组组长、首席分析师：徐康

曾任职于平安银行，2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队；2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队；2020 年新财富最佳金融产业研究团队第 8 名；2020 年水晶球非银研究公募榜单入围；2021 年金牛奖非银金融第五名，2021 年新浪财经金麒麟非银金融新锐分析师第二名；2022 年第十三届中国证券业分析师金牛奖非银最佳分析师，2022 年第十届东方财富 Choice 非银最佳分析师，2022 年水晶球非银研究公募第五名，2022 年第四届新浪财经金麒麟非银金融行业最佳分析师。覆盖非银金融行业、多元金融、金融科技等。

高级研究员：贾靖

上海交通大学经济学学士、金融硕士。曾供职于中泰证券，作为团队核心成员，所在团队获 2018 年新财富银行业最佳分析师第二名、2019 年新财富银行业最佳分析师第二名、2020 年新财富银行业最佳分析师第三名、2021 年新财富银行业最佳分析师第二名、2022 年新财富银行业最佳分析师第四名；2018-2021 年水晶球银行最佳分析师第二名、2022 年水晶球银行最佳分析师第五名；2022 年中国证券业分析师金牛奖第三名；2018 年保险资管最受欢迎银行分析师第一名。2023 年加入华创证券研究所，负责银行业研究。

研究员：刘潇伟

意大利博科尼大学管理学硕士。2023 年加入华创证券研究所。主要覆盖证券行业及财富管理领域研究。

助理研究员：陈海椰

浙江大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。主要覆盖保险行业及养老金领域研究。

助理研究员：崔祎晴

杜克大学商业分析硕士。2023 年加入华创证券研究所。主要覆盖金融科技及资产管理领域研究。

研究员：林宛慧

厦门大学学士，对外经济贸易大学硕士。曾任职于长城证券，2024 年加入华创证券研究所，主要负责银行业研究。

助理研究员：杜婉桢

香港中文大学经济学硕士。2024 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	祁继春	副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522