

## 稳定币-专题系列报告（一）

# 金融新基建的崛起，香港监管框架下的机遇与挑战

增持（维持）

2025年06月16日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001

wuxs@dwzq.com.cn

### 投资要点

- 稳定币作为一种重要的加密货币，其核心特征在于与特定稳定资产挂钩，以维持其价值的稳定，并在数字金融领域发挥着日益关键的作用：①**稳定币的本质**是一种与特定稳定资产（如法币、商品或证券）挂钩的加密货币；②**核心机制**在于通过价值锚定，赋能数字金融，显著提升支付效率、资产流动性，并促进金融创新与传统金融融合；③**稳定币的发展历程**始于解决加密货币波动性，历经市场爆发式增长、重大危机冲击，至风险出清后实现市场复苏与应用拓展；④**作为数字货币的特殊形式**，稳定币在功能上区别于比特币的价值储存，并与央行数字货币在发行主体和信用等级上存在本质差异。
- 香港稳定币监管以“同风险同规则”为核心，对具有相同金融风险的业务活动适用统一的监管标准。①**监管框架**：由 HKMA 实施牌照管理，资本门槛 2500 万港元，高质量储备资产，按月审计随时赎回，支持多种币种稳定币；②**战略意图**：稳定币法案通过有望助力人民币国际化，削弱美元在加密经济中的主导地位，巩固香港作为亚太数字金融枢纽的竞争优势；③**相较《GENIUS 法案》的美元霸权倾向和欧盟《MiCA》的保护主义**，香港采取“本地化监管”，鼓励稳定币在 DeFi、RWA 等领域的应用，推动 Web3.0 生态发展。
- 香港通过多元发行方、强监管框架及丰富应用场景，正构建差异化稳定币生态。①**发行方**：京东稳定币进入沙盒测试第二阶段，聚焦跨境支付、投资交易等场景；圆币创新推出的 HKDR 探索 B2B 跨境支付及 RWA 应用；渣打香港、安拟集团及香港电讯合资成立公司，计划发行港元稳定币，整合银行合规、Web3.0 创新及电信支付优势；②**流通侧**：香港稳定币交易所或形成 HashKey Exchange 与 OSL 两强格局，二者均持牌合规，支持稳定币交易生态；③**应用端**：稳定币在跨境支付、供应链金融及 RWA 等领域潜力显著；④**其他关联方**：储备银行和技术服务商为稳定币提供底层支持，推动安全性与技术创新。
- 作为加密生态基础设施与传统金融体系的新型变量，价值锚定机制在多维风险冲击下面临系统性挑战：①**储备资产不足或质量缺陷**，如 USDT 脱锚、USDC 因硅谷银行破产暴跌；②**监管套利引发市场不公**，如 BUSD 停发、Tether 规避审查；③**技术漏洞与系统性威胁**，如智能合约攻击、跨链桥黑客事件；④**货币政策传导弱化及货币主权侵蚀**，如离岸美元稳定冲击港元联系汇率；⑤**地缘博弈风险**，如美元稳定币主导下的金融制裁隐患；⑥**生态竞争挤压**，如传统支付巨头与主权数字货币替代；⑦**跨境司法维权困境**，如“一国两制”框架下追偿障碍。
- **投资建议**：我们认为，①具备合规发行资格、储备资产管理能力强的稳定币发行企业将受益明显，建议关注【京东集团】、【渣打集团】；②对于跨境支付服务商，获批合规牌照、与稳定币发行商进行深度合作的企业有望受益，建议关注【OSL 集团】、【联易融科技】、【拉卡拉】、【新大陆】、【连连数字】；③具备区块链、分布式账本项目能力的技术服务提供商有望因此受益，建议关注【众安在线】、【四方精创】、【宇信科技】、【恒生电子】、【长亮科技】、【金证股份】。
- **风险提示**：储备资产兑付风险，监管政策风险，技术漏洞及系统性风险，货币政策主权侵蚀风险，地缘博弈与制裁风险，生态竞争替代风险，跨境司法维权困境。

### 行业走势



### 相关研究

《险资预计持续增配红利股》

2025-06-15

《权益ETF系列：调整空间相对有限，结构性行情持续涌现。》

2025-06-15

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 稳定币：与稳定资产挂钩的加密货币 .....                    | 4  |
| 1.1. 本质：与特定资产挂钩以维持其价值稳定的加密货币 .....           | 4  |
| 1.2. 核心机制：赋能数字金融，提升效率与资产流动性 .....            | 4  |
| 1.3. 发展：创新、市场与监管共塑的演进之路 .....                | 5  |
| 1.4. 稳定币 VS 比特币与央行数字货币：数字金融中的多元角色与显著差异 ..... | 7  |
| 2. 立法逻辑分析：风险匹配，功能监管 .....                    | 8  |
| 2.1. 香港监管框架核心：防止套利 .....                     | 8  |
| 2.2. 香港战略意图分析：人民币国际化与 RWA 探索 .....           | 9  |
| 2.3. 全球监管范本拆解：首个法币稳定币全链条监管司法辖区——香港 .....     | 10 |
| 3. 产业链分析：自上而下的“稳定” .....                     | 11 |
| 3.1. 发行方：核心环节，具备网络效应 .....                   | 11 |
| 3.2. 流通侧：流动性中枢，交易专业化发展 .....                 | 13 |
| 3.3. 应用端：促进多元金融稳定发展 .....                    | 14 |
| 3.4. 其他关联方：稳定币产业崛起，多方受益 .....                | 18 |
| 4. 潜在风险分析：复合型系统性风险 .....                     | 20 |
| 5. 投资建议 .....                                | 22 |
| 6. 风险提示 .....                                | 23 |

## 图表目录

|       |                                    |    |
|-------|------------------------------------|----|
| 图 1:  | 稳定币发展史时间轴.....                     | 5  |
| 图 2:  | 香港《稳定币条例草案》战略意图.....               | 9  |
| 图 3:  | 稳定币产业链.....                        | 11 |
| 图 4:  | 京东稳定币即将发行.....                     | 12 |
| 图 5:  | 全球稳定币币种市值占比.....                   | 13 |
| 图 6:  | 2020-2024 年 OSL 集团数字业务营收及 yoy..... | 14 |
| 图 7:  | OSL 在稳定币生态中的角色.....                | 14 |
| 图 8:  | 应用端结构图.....                        | 14 |
| 图 9:  | 新大陆集团全球化布局.....                    | 15 |
| 图 10: | 连连数字全球化布局.....                     | 16 |
| 图 11: | 连连数字 2020-2024 年支付服务营收及 yoy.....   | 16 |
| 图 12: | 2021 年至今各 RWA 市值变化图.....           | 17 |
| 图 13: | RWA 以稳定币为媒介连接 Web3.0 与现实世界.....    | 18 |
| 图 14: | 其他关联方结构图.....                      | 18 |
| 图 15: | ZA Bank 与 Web3.....                | 19 |
| 图 16: | 四方精创 2020-2024 年软件开发业务营收及 yoy..... | 19 |
| 图 17: | 四方精创 2020-2024 年软件开发业务毛利率.....     | 19 |
| 表 1:  | 稳定币 VS 比特币.....                    | 7  |
| 表 2:  | 稳定币 VS 央行数字货币.....                 | 8  |
| 表 3:  | 香港《稳定币条例草案》核心要求.....               | 9  |
| 表 4:  | 香港、美国和欧州稳定币法案对比.....               | 10 |
| 表 5:  | 个股盈利预测与估值（截至 2025/06/16 收盘）.....   | 23 |

## 1. 稳定币：与稳定资产挂钩的加密货币

近年来，以数字形式存在的稳定币（Stablecoins）作为加密货币市场与传统金融体系之间的桥梁，其发展势头迅猛，市场规模不断扩大。稳定币旨在通过锚定法定货币或其他价值相对稳定的资产，来克服传统加密货币价格剧烈波动的缺陷，从而在数字经济时代扮演日益重要的角色。

### 1.1. 本质：与特定资产挂钩以维持其价值稳定的加密货币

**稳定币（Stablecoins）通常指与特定资产（如美元、欧元等法定货币）或一揽子资产挂钩，以期维持其价值相对稳定的加密货币。**国际清算银行（BIS）将稳定币定义为“价值与法定货币或其他资产挂钩的加密货币”（TechFlow Post），通常以数字形式发行，参照单一或一篮子资产维持价值，用于支付、投资等的虚拟资产，排除央行数字货币、证券等。具体包括以下几种情况：

**指明稳定币：**明确参照法定货币或特定资产的稳定币，需经金融管理专员指定。

**受规管活动：**包括在香港发行指明稳定币、在香港以外发行参考港币的指明稳定币、向香港公众积极推广其法币稳定币的发行等。

### 1.2. 核心机制：赋能数字金融，提升效率与资产流动性

稳定币充当了连接传统金融市场与数字货币市场的桥梁，为投资者提供了更便捷、高效的投资渠道。

#### （一）提供高效的支付与结算工具

稳定币在 RWA 交易中作为支付和结算工具，凭借其去中心化特性，能够极大简化跨境交易流程，显著降低成本与时间，并有效规避汇率波动和支付延迟风险，展现出显著优势。其主要优势总结如下：①高效便捷：交易时间从传统方式的冗长周期缩短至几分钟，手续费大幅降低；②去中介化：基于区块链技术实现点对点直接交易，无需传统中间机构参与，提升了交易安全性与透明度；③风险规避：在跨境场景（如房地产投资、国际贸易）中尤为关键，能够快速完成资产转移与价值交换，有效避免汇率波动和支付延迟带来的风险。

#### （二）增强资产流动性

稳定币通过将缺乏流动性的 RWA 转化为可在区块链上交易的数字资产，显著提升了资产流动性。例如，房地产交易通常流程复杂、门槛高，但通过 RWA 代币化，房地产可以分割成多个代币，投资者可使用稳定币进行小额投资，代币在区块链上自由交易，实现快速变现。此外，企业应收账款也可通过代币化和稳定币交易提前获得资金，解决资金周转问题。

(三) 降低交易成本

稳定币减少了传统 RWA 交易中的中介环节，通过智能合约实现交易的自动化执行和结算，降低了手续费、托管费等成本，提高了交易的准确性和安全性。在跨境证券交易中，使用稳定币可直接在区块链上交易，避免了传统方式的高额手续费和汇率风险，交易更加稳定和可预测。

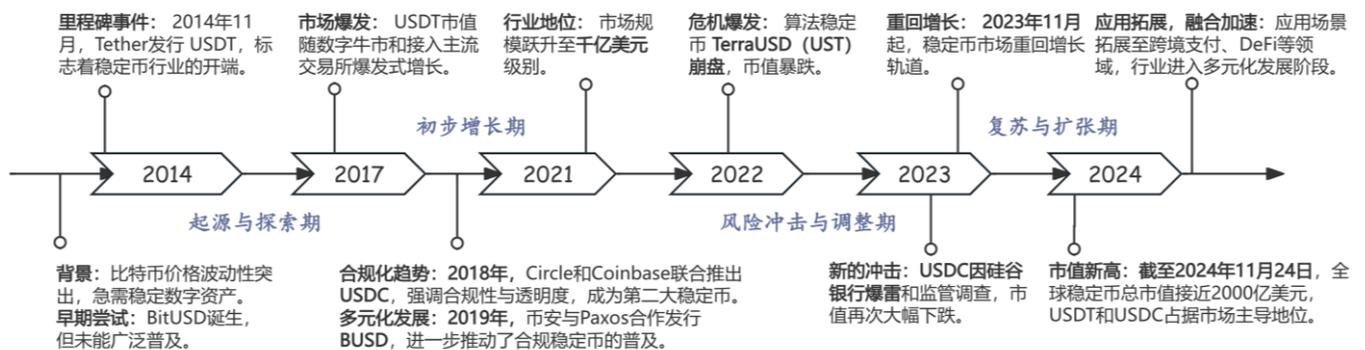
(四) 促进金融创新与融合

稳定币推动了 RWA 与区块链技术的深度融合，催生了新的金融产品和服务。具体体现在：①促进 DeFi 借贷：允许基于 RWA 的去中心化借贷平台使用 RWA 代币作为抵押品，实现稳定币的借贷；②优化 RWA 投资：推动 RWA 投资基金通过发行代币吸引投资者，实现资产的多元化配置；③赋能传统金融：助力传统金融机构发行稳定币，以拓展区块链业务，并提高业务效率和安全性；④创新保险领域：稳定币可用于保险产品的计价和交易，有助于降低保险成本并提升整体透明度。

1.3. 发展：创新、市场与监管共塑的演进之路

稳定币 (Stablecoin) 是加密货币世界中的一个重要创新，旨在解决传统加密货币 (如比特币、以太坊) 价格波动性大的问题，使其价值与某一稳定资产 (如美元、黄金或其他法币) 挂钩。

图1: 稳定币发展史时间轴



数据来源: 东吴证券研究所绘制

(一) 起源与探索期 (2014年)

在比特币诞生初期, 其价格波动性就成为阻碍其作为支付手段和记账单位广泛使用的主要障碍。一些早期项目开始探索如何创建价格稳定的数字资产。尽管没有明确的“稳定币”概念, 但社区中已经有人设想将数字资产与法币挂钩的可能性。作为第一个大规模且知名的去中心化稳定币项目, BitUSD 运行在 BitShares (BTS) 网络上。它是一个基于加密资产抵押的算法稳定币, 通过智能合约实现与美元的挂钩。尽管是先驱, 但其复杂性、抵押资产的波动性以及去中心化治理的挑战, 使其未能达到预期的稳定性, 最终

未能广泛普及。

**真正的稳定币时代始于法币抵押模式。**2014年11月，Tether公司推出全球首个稳定币USDT（TetherUSD），其通过锚定美元的资产抵押模式，为加密货币市场提供了首个具备价格稳定性的交易媒介，标志着稳定币行业的开端。它的核心机制是“一美元一泰达币”，即每发行一个USDT，其公司声称会持有等值的美元储备。

## （二）初步增长期（2017-2021年）

在这一时期，稳定币凭借其价格稳定性实现了爆发式增长，并在USDT的引领和随后的合规化、多元化发展中，迅速成为加密资产交易的核心媒介，市场规模从数千万美元跃升至千亿美元级别。2017年起，数字资产市场进入牛市周期，叠加Tether将USDT接入三大加密货币交易所、中国对虚拟代币发行的监管政策等因素，USDT市值从2017年底的近14亿美元开始爆发式增长，并在随后五年保持高速扩张。在USDT取得巨大成功但伴随争议之后，更多合规且透明的稳定币项目开始出现，稳定币的类型也开始多元化。2018年，由Circle公司和Coinbase联合创立的Centre Consortium推出了USDC（USDCoin），USDC从一开始就强调合规性和透明度，定期公布储备金审计报告，并积极与监管机构合作。这使得USDC迅速获得了市场信任，成为USDT之后第二大稳定币。2019年，由全球最大加密货币交易所币安（Binance）与受纽约州金融服务局（NYDFS）监管的Paxos Trust Company合作发行了BUSD（Binance USD），BUSD也以其合规性和透明度著称，并在币安生态系统中得到广泛应用。这一阶段，稳定币凭借价格稳定性成为加密资产交易的核心媒介，市场规模从数千万美元跃升至千亿美元级别。

## （三）风险冲击与调整期（2022-2023年上半年）

随着DeFi的蓬勃发展，对链上稳定币的需求激增。市场开始探索更具“资本效率”或更“去中心化”的稳定币模式，算法稳定币再次进入大众视野。

**2022年算法稳定币TerraUSD（UST）的崩盘及其后续的USDC事件，共同揭示了稳定币市场的深层结构性缺陷和资产储备透明度问题，促使其进入了为期一年的深度调整期。**2022年5月，算法稳定币TerraUSD（UST）因锚定机制失效，币值在5天内从1美元暴跌至0.04美元，引发稳定币市场系统性信任危机。USDT市值从830亿美元骤降至2022年7月的658亿美元，USDC市值也从550亿美元回落至450亿美元。2023年3月，USDC因储备资金存管的硅谷银行爆雷及监管调查，市值进一步跌至250亿美元。此次危机暴露了算法稳定币的结构性缺陷及资产储备透明度问题，市场进入为期一年的深度调整。

## （四）复苏与扩张期（2023年下半年-2024年）

在风险逐步出清和透明度显著提升的背景下，稳定币市场不仅迅速恢复了信心并重回增长轨道，更通过应用场景的多元化拓展和与传统金融机构的深度融合，全面迈入了新的发展阶段。随着风险逐步出清、稳定币发行方加强储备透明度（如USDT公开银行

账户证明、USDC 完善审计机制)，市场信心逐渐恢复。2023 年 11 月起，稳定币市场重回增长轨道。截至 2024 年 11 月 24 日，全球稳定币总市值接近 2000 亿美元，其中 USDT 市值突破 1300 亿美元（较 2022 年危机前增长 50%），USDC 市值达 390 亿美元，两者合计占据市场份额超 90%。稳定币应用场景从单一的加密交易拓展至跨境支付、DeFi 金融、外汇储蓄等领域，与传统金融机构的融合加速（如日本三大银行推出稳定币跨境支付系统、Stripe 收购稳定币平台 Bridge），行业进入多元化发展阶段。

#### 1.4. 稳定币 VS 比特币与央行数字货币：数字金融中的多元角色与显著差异

##### （一）稳定币与比特币：功能分化与去中心化程度的本质区别

比特币成立初衷虽然为支付手段，但受限于其固有机制，其功能逐渐从支付工具转向价值储存，而稳定币的出现则专注于提供稳定支付，共同构建了数字资产领域的功能分化与互补格局。比特币 BTC 创立的初衷是一种支付手段，这从中本聪那篇著名的论文名称《比特币：一种点对点的电子现金系统》即可看出，但由于在机制上设定了 2100 万枚上限的原因，BTC 显然无法作为一种支付媒介，货币如果不能随着经济增长而增发，会导致通货紧缩，而经济正常发展需要的是轻微通胀的货币环境。也正是由于 BTC 有数量上限、不可伪造、支付便利等原因，逐渐被投资者关注，价格不断上涨且波动剧烈，作为资产的投资属性日益增强，而作为支付媒介的属性日益减弱。稳定币基于同样的区块链底层技术，但方向是更为纯粹的支付工具，它的出现进一步替代了 BTC 的支付功能，代表着稳定币和比特币的不同的走向。在实践中，稳定币的一大用途是交易 BTC，同为加密货币，一个是支付媒介，一个是数字资产。

比特币实现了彻底的去中心化，而稳定币则因依赖中心化运营和储备管理，固有信任与操作风险。与稳定币相比，BTC 是完全的去中心化体系，BTC 自身运行不依赖任何中心化机构，参与的各方根据既定的规则行事，参与者越多系统稳定性越强。而稳定币则由发行机构运营，法币和稳定币的兑换，作为储备的法币如何投资都需要中心化机构的参与。而中心化机构参与则意味着信任和操作风险，这是稳定币用户需要考虑的风险因素之一。

表1：稳定币 VS 比特币

| 特征    | 稳定币               | 比特币          |
|-------|-------------------|--------------|
| 价值稳定性 | 价格稳定，通常与法定货币或资产挂钩 | 价格波动大，缺乏内在价值 |
| 技术基础  | 通常基于区块链技术         | 通常基于区块链技术    |
| 发行机制  | 由私人公司或去中心化组织发行    | 由去中心化组织发行    |
| 监管环境  | 通常受到监管，但监管框架不完善   | 通常不受监管       |
| 应用场景  | 交易媒介、价值存储、支付工具    | 投资、投机、去中心化金融 |

数据来源：东吴证券研究所绘制

##### （二）稳定币与央行数字货币：私人创新与国家法币的本质差异

稳定币和央行数字货币（CBDC）虽有类似，但在发行机制、监管和稳定性方面存

在显著差异。①**发行主体与信用基础**：稳定币通常由私人实体（如公司、财团）发行和运营。其价值的稳定性依赖于发行方声称持有的储备资产，因此其信用风险与发行机构的偿付能力和储备的透明度直接挂钩。央行数字货币（CBDC）由一个国家的中央银行直接发行和管理。它是国家法币的数字形式，代表着中央银行的直接负债，因此享有最高的国家信用和主权担保，无信用风险。②**监管框架与透明度**：稳定币的监管框架仍在不断发展和完善中，且可能因司法管辖区的不同而异。虽然一些主流稳定币项目积极寻求合规并公布审计报告，但整体而言，其储备管理、运营透明度和消费者保护水平，与传统金融机构相比仍可能存在差异。风险包括储备不足、资产挪用或监管空白。央行数字货币完全置于中央银行和国家金融监管机构的全面监管之下。其设计和发行都将严格遵循现有的货币政策、金融稳定和反洗钱/反恐融资等法规，具备最高级别的透明度、安全性和可追溯性。③**内在稳定性与风险**：稳定币旨在保持与挂钩资产的价值稳定，但这并非绝对保证。其稳定性取决于其底层资产的质量、流动性、储备管理策略以及发行方的财务健康状况。如果储备不足、管理不善或遭遇大规模赎回挤兑（如 UST 崩盘或 USDC 短暂脱钩事件），其价值可能脱钩甚至崩溃。央行数字货币作为数字形式的国家法定货币，其价值与物理现金和银行存款等同，因此具有终极的、内在的稳定性。它没有私人发行方可能带来的信用风险或流动性风险，是数字世界中最安全的货币形式。

表2：稳定币 VS 央行数字货币

| 特征    | 稳定币               | 央行数字货币     |
|-------|-------------------|------------|
| 价值稳定性 | 价格稳定，通常与法定货币或资产挂钩 | 价值固定，由政府发行 |
| 技术基础  | 通常基于区块链技术         | 通常基于传统银行系统 |
| 发行机制  | 由私人公司或去中心化组织发行    | 由中央银行发行    |
| 监管环境  | 通常受到监管，但监管框架不完善   | 由政府监管      |
| 应用场景  | 交易媒介、价值存储、支付工具    | 交易、储蓄、支付   |

数据来源：东吴证券研究所绘制

## 2. 立法逻辑分析：风险匹配，功能监管

5月21日，中国香港特区政府于2024年底提交的《稳定币条例草案》经香港立法会通过。至此，香港成为全球首个为法币挂钩稳定币建立全面监管框架的司法管辖区，合规的香港稳定币有望在今年8月1日正式生效。

### 2.1. 香港监管框架核心：防止套利

香港稳定币监管框架以“同风险同规则”为核心，通过牌照管理、全额储备和严格审计确保安全。其监管框架由HKMA主导，要求所有锚定港元或向香港公众推广的稳定币发行人必须取得牌照，并满足2500万港元的最低资本要求，重点包括：发行人必须保持100%高质量流动资产作为储备，与自有资产隔离，并接受每月独立审计；确保用户可随时按面值赎回，且赎回流程需高效透明；强制实施AML和CFT措施。同时香港

采取"本地化监管"原则，要求发行主体在港设立实体并接受持续监督。

表3: 香港《稳定币条例草案》核心要求

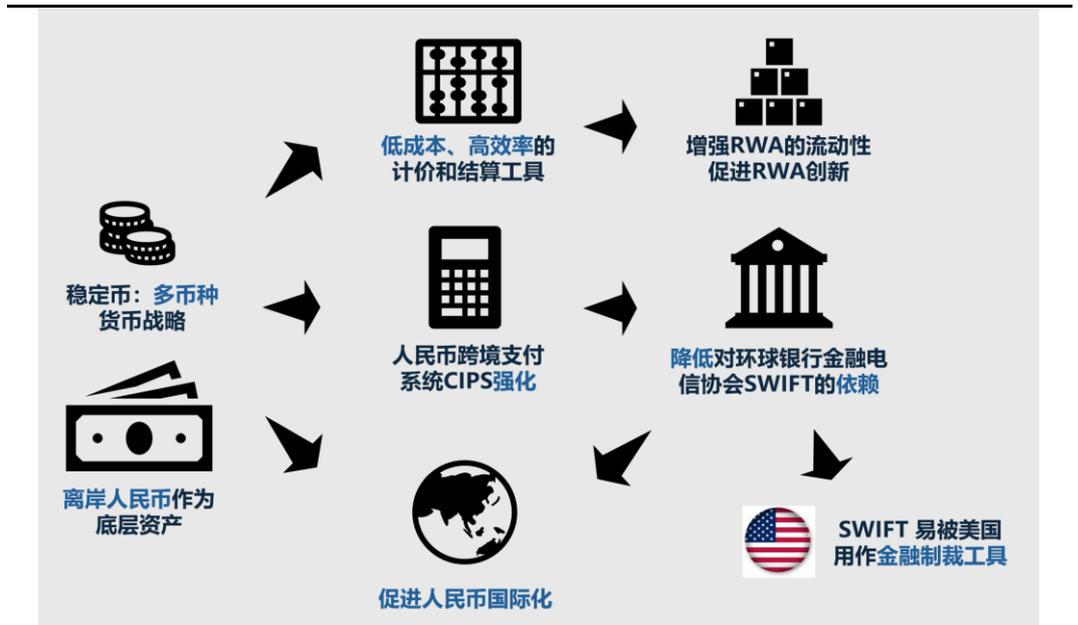
| 《稳定币条例草案》 | 内容                                      |
|-----------|---|
| 法律实体      | 在刚注册的公司，或经 HKMA 认证的海外注册公司               |
| 监管主体      | 金融管理专员统一监管                              |
| 发行资质      | 1) 需向 HKMA 申领牌照<br>2) 最低股本 2500 万港元     |
| 储备资产要求    | 1) 流通量 100%覆盖，并且为高流动性资产<br>2) 定期审计，公开报告 |
| 赎回机制      | 72 小时内按面值赎回，禁止限制赎回                      |

数据来源：《稳定币条例草案》，东吴证券研究所

## 2.2. 香港战略意图分析：人民币国际化与 RWA 探索

《稳定币条例草案》为多币种稳定币发展提供合规框架，助力人民币国际化和区域金融竞争力提升。其内容既借鉴了国际标准，又结合香港作为国际金融中心的特点，旨在平衡创新与风险，推动稳定币在跨境支付和 Web3.0 领域的应用，同时防范类似 TerraUSD 崩盘的风险。香港对多币种稳定币（如港元+人民币）持开放态度，有望在亚太地区稳定币生态中取得差异化竞争优势。在推动人民币国际化方面，香港可作为人民币稳定币的“试验田”，探索在跨境贸易、RWA 中的应用，减少对 SWIFT 系统的依赖；目前全球 99% 的稳定币以美元计价，香港此次《草案》通过有望削弱美元在加密经济中的主导地位。

图2: 香港《稳定币条例草案》战略意图



数据来源：新浪财经，东吴证券研究所

《草案》通过有望推动债券、房地产和大宗商品等传统资产在区块链上的代币化。稳定币作为一种低成本、高效率的计价和结算工具，不仅能够增强 RWA 的流动性，还

能促进更多 RWA 产品的创新和应用。通过智能合约技术，可以实现自动分红和利息分配等功能，香港正努力打造一个结合传统金融与区块链技术的创新生态系统。另外，除了法定货币，各国的国债和地区政府债券也可以作为稳定币的储备资产，使得稳定币或具备超越数字货币本身的战略价值。

### 2.3. 全球监管范本拆解：首个法币稳定币全链条监管司法辖区——香港

**欧美稳定币法案基于本币，突出霸权主义与保护主义。**美国《GENIUS 法案》强调美元稳定币的主导地位，要求 1:1 美元储备，并强制储备资产美债化，禁止算法稳定币；采用“联邦+州”双轨制监管，市值超 100 亿美元的稳定币需联邦牌照，并接受银行业级别监管。美国的目标是巩固美元在加密经济中的核心地位，使稳定币成为美债分销的新渠道，同时限制非合规境外稳定币流通。欧盟《MiCA》法规严格限制非欧元稳定币，推动本土稳定币（如 EURC）发展。欧洲的监管逻辑是保护金融主权、避免美元稳定币过度渗透的区域防御性行为。

表4：香港、美国和欧洲稳定币法案对比

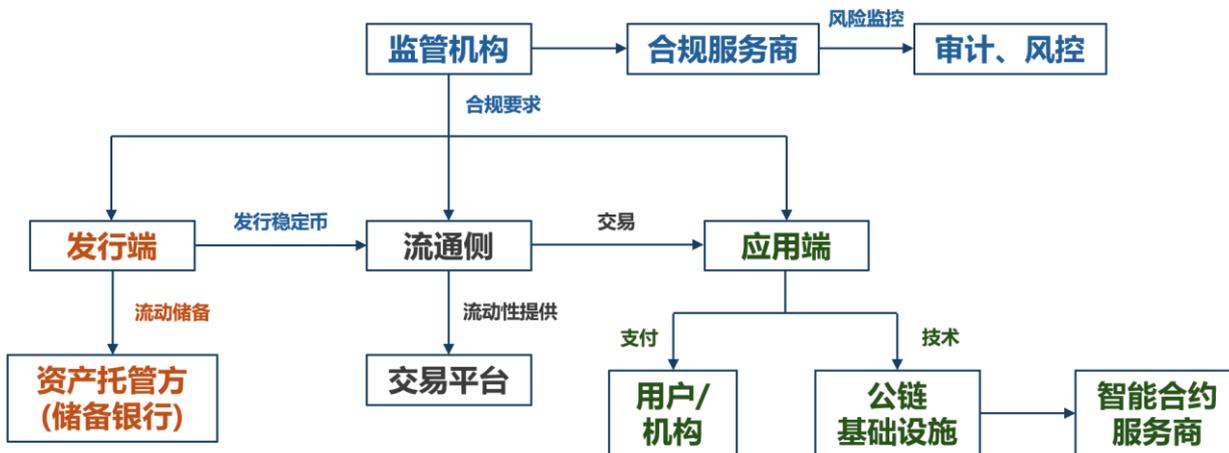
| 对比维度   | 香港《稳定币条例草案》         | 美国《GENIUS 法案》           | 欧洲 MiCA             |
|--------|---------------------|-------------------------|---------------------|
| 监管主体   | HKMA                | Fed、州监管机构               | ECB、各国金融监管机构        |
| 货币战略   | 多币种                 | 美元主导                    | 欧元保护主义              |
| 储备资产要求 | 100%高流动性资产，允许部分超额抵押 | 1: 1 美元储备，禁止算法稳定币       | 100%欧元储备，禁止无抵押算法稳定币 |
| 审计与披露  | 每月独立审计，公开披露储备构成     | 月度储备报告，需 CEO/CFO 签字     | 季度审计，储备需存放在欧盟认可银行   |
| 本地化要求  | 必须在港设立实体，管理层常驻      | 无强制本地化，但需联邦或州批准         | 需在欧盟设立实体            |
| 赎回要求   | 可随时按面值赎回，不得设不合理限制   | 必须提供“及时赎回”，破产时用户优先受偿    | 必须提供法定货币赎回，禁止延迟兑付   |
| 市场定位   | Web3 枢纽 + 跨境支付      | 传统金融整合 + 美元霸权           | 区域防御 + 欧元稳定币推广      |
| 特点     | 沙盒试点 + DeFi/RWA 应用  | 机构合规化 + 美债融资（强制储备资产美债化） | -                   |

数据来源：香港《稳定币条例草案》，《GENIUS 法案》，MiCA 法案、东吴证券研究所

**香港作为首个法币稳定币全链条监管司法辖区，相对于欧美具有先发监管优势，吸引业内公司积极布局。**同时，香港鼓励稳定币在 DeFi、跨境支付和 RWA 等领域的应用，赋能 Web3.0 生态，推动香港成为亚太数字金融枢纽。微观层面，香港稳定币监管严格度高，提升市场稳定性，长期利于建立投资者信任，但可能增加中小机构合规成本，短期内或抑制创新。

### 3. 产业链分析：自上而下的“稳定”

图3：稳定币产业链



数据来源：东吴证券研究所绘制

#### 3.1. 发行方：核心环节，具备网络效应

发行方是设计、发行和管理稳定币的机构，主要通过吸收法币储备并投资于短期国债等高流动性资产获取利差收益，同时在用户兑换稳定币与法币的过程中收取一定比例的手续费。

##### (一) 香港稳定币发行方：各家港元稳定币蓄势待发

京东稳定币与圆币 HKDR 有望推动港元稳定币的多元化应用，加速香港数字金融生态发展。京东稳定币与圆币创新发行的 HKDR 都将为基于公链的与港元 1:1 挂钩的稳定币：①京东稳定币目前已进入沙盒测试的第二阶段，测试重点聚焦于面向零售用户和机构客户的移动端及 PC 端应用产品，涵盖跨境支付、投资交易以及零售支付等核心应用场景；②圆币创新目前已与主要 Web3.0 和支付企业达成合作意向，主要探索 HKDR 在 B2B 跨境支付、虚拟资产交易、RWA 等方面应用。

表3：香港稳定币发行人“沙盒”参与者名单

| “沙盒”参与者                              | 进入“沙盒”日期  |
|--------------------------------------|-----------|
| 京东币链科技（香港）有限公司                       | 2024/7/18 |
| 圆币创新科技有限公司                           | 2024/7/18 |
| 渣打银行（香港）有限公司                         |           |
| 安拟集团有限公司                             | 2024/7/18 |
| Hong Kong Telecommunications Limited |           |

数据来源：HKMA，东吴证券研究所

渣打香港、安拟集团及香港电讯达成协议成立合资公司，计划发行与港元挂钩的稳定币。渣打银行作为香港三家发钞银行之一，将为合资公司提供银行级基础设施和严格

的合规管理体系；安拟集团作为香港本土 Web3.0 企业，将负责拓展 Web3.0 生态的创新应用场景，为合资公司注入长期发展动力；香港电讯则凭借其电信服务优势，有望助力合资公司探索更多稳定币的创新应用，优化本地及跨境支付体验。三方的专业分工将形成优势互补，共同推动合资企业的可持续发展。

图4：京东稳定币即将发行



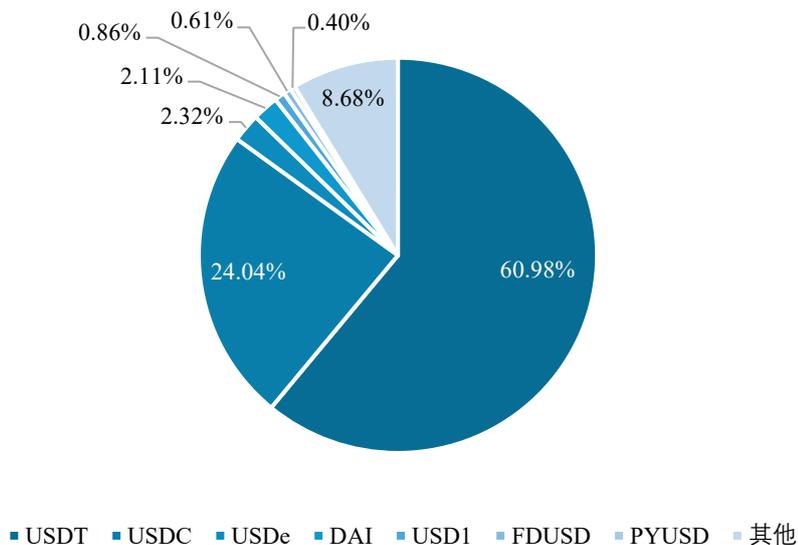
数据来源：京东币链官网，东吴证券研究所

此外，根据香港金管局副总裁陈维民介绍，进入“沙盒”并非申请稳定币发行人牌照的先决条件，即使已进入“沙盒”的参与机构，如日后有意获取牌照，也在监管制度落实后另行提交正式申请。

## （二）美国稳定币发行方：USDT、USDC 两家独大

根据 CoinMarketCap 数据，截至 2025 年 6 月 9 日，全球稳定币市值已超 2500 亿美元（超 1.8 万亿人民币），并有持续上涨的趋势，美元稳定币占比超 99%。

图5: 全球稳定币币种市值占比



数据来源: CoinMarketCap, 东吴证券研究所

**USDT 市值稳定增长, 在加密交易所被广泛用作基准交易对, 日均交易量长期领先。** USDT 为 Tether 公司发行, 作为全球规模最大的稳定币, USDT 以 1:1 锚定美元的设计成为加密货币市场的核心基础设施。其市值长期占据稳定币领域首位, 支持以太坊、波场等多条区块链网络, 提供 7×24 小时即时兑换服务。2023 年起 USDT 逐步转向以美国国债为主的更合规资产配置, 目前仍在跨境支付、DeFi 等领域保持主导地位。

作为稳定币市场首家 IPO 上市企业, circle 以其合规性占据一席之地。2018 年, Circle 与 Coinbase 共同创立 Centre 联盟推出 USD Coin (USDC), USDC 由美元 1:1 担保, 一开始便对标 Tether 公司的 USDT, 标榜更合规、更透明。USDC 是首个符合欧盟 MiCA 法规的稳定币, 在美欧市场享有政策优势, 同时 Circle 还与贝莱德达成协议, 后者管理 90% USDC 储备资产 (主要为短期美债), 并承诺不发行竞争性稳定币。美国《GENIUS 法案》实施后, Tether 的新稳定币或挑战 USDC 的合规优势。

### 3.2. 流通侧: 流动性中枢, 交易专业化发展

**稳定币的流通侧为交易平台, 是产业链的“中介”角色。** 交易平台通过撮合交易收取手续费, 部分平台还提供做市服务, 赚取流动性收益。香港稳定币交易平台或形成两强格局。

稳定币交易平台通常提供高流动性, 基于区块链技术实现跨境实时结算, 手续费远低于传统银行系统, 在合规监管下实现了安全与稳定。作为香港目前两个头部虚拟资产交易的平台, HashKey Exchange 和 OSL 在《稳定币条例草案》推出后都在稳定币领域进行了一定的生态布局, 实施落地后有望形成两强格局。

HashKey Exchange 与圆币科技合作有望推动 HKDR 尽快面世。HashKey Group 旗

下有香港最大的持牌虚拟资产交易所 HashKey Exchange，还有全球化虚拟资产交易所 HashKey Global。2024 年 5 月 HashKey Group 旗下成员已领有在香港地区提供虚拟资产相关服务之香港证监会全部所需牌照，成为全牌照虚拟资产服务独角兽企业，并积极支持合规稳定币交易，HKDR 计划在获得监管放行后在 HashKey Exchange 上正式上线。

OSL 集团是亚洲领先的合规数字金融基建平台，也是香港唯一一家专注数字资产的上市公司。资本方面，OSL 作为上市公司，募资成本大幅降低；在合规性上，OSL 已获得香港证监会颁发的 5 类牌照（多于 HashKey）；客户方面，平台费率低，对散户友好，还支持专业和机构投资者以离岸人民币作为交易货币。2024 年集团数字资产及区块链平台业务收入为 3.75 亿港元，同比增长 78.6%，随着 Web3.0 的普及和发展，集团数字业务营收有望进一步高增。

图6：2020-2024 年 OSL 集团数字业务营收及 yoy



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：OSL 在稳定币生态中的角色



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

### 3.3. 应用端：促进多元金融稳定发展

稳定币具有以下几个典型应用场景：1) 跨境支付：大幅缩短结算时间、降低成本；2) 投资交易：稳定币作为加密货币交易的中介；3) 供应链金融：通过区块链发行代币化资产，实现应收账款的秒级流转；4) RWA 与稳定币结合提升资产流动性。

图8：应用端结构图



数据来源：东吴证券研究所绘制

### （一）跨境支付服务商：多家企业积极布局

拉卡拉作为京东线下支付独家服务商，目前 POS 终端已支持稳定币支付，或有望成为稳定币的“支付宝”。公司拥有国家外管局批准的跨境外汇支付业务资格，跨境支付网络覆盖全球超 100 个国家，打通亚马逊、ebay 等海外主流电商平台，为进出口企业提供全球代收付、外汇管理等一站式跨境资金服务，获取跨境支付手续费收入。2024 年拉卡拉跨境支付交易金额为 492 亿元，未来在稳定币平台的加持下，跨境交易金额有望持续高增，带来稳定纯利润。

专注硬件设备领域，新大陆或有望成为稳定币竞争中的“黑马”。新大陆是集智能终端、大数据处理能力、数据场景运营能力为一体的数字化服务商。同时，新大陆是京东收单设备供应商，数字人民币硬件钱包通过香港认证，在稳定币兴起浪潮下有望为跨境支付提供硬件支持。集团全球化布局效果显著，在稳定币的跨境支付服务领域有一定的客户优势。

图9：新大陆集团全球化布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

跨境支付领域，连连数字以其合规性占据一定市场空间。连连数字子公司连连国际与香港稳定币发行人圆币科技合作发行稳定币 HKDR，并已接入香港 VATP 牌照，成为首批合规参与者；公司全球化布局持续拓宽，在欧美市场取得多个支付牌照，业务覆盖亚马逊、Shopify 等 100+ 跨境电商平台。

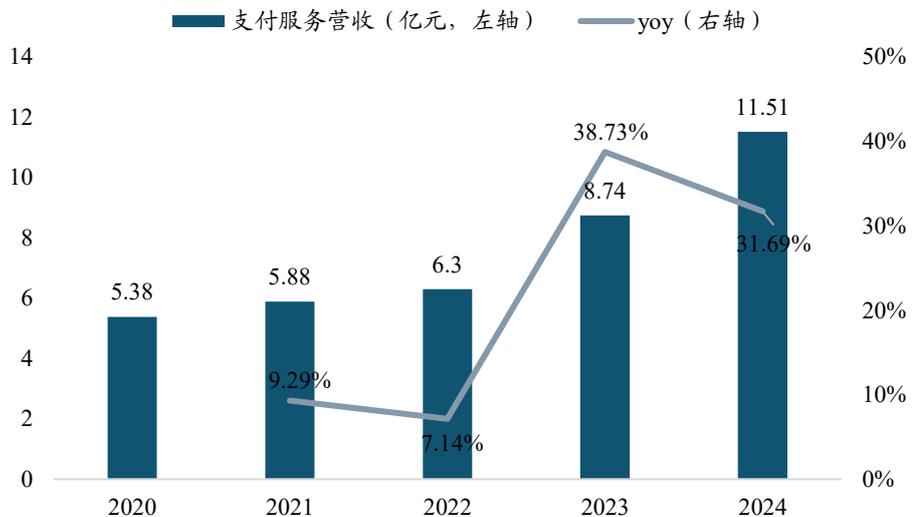
图10: 连连数字全球化布局



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

公司 2024 年支付服务业务营业收入快速增长。连连数字 2024 年实现归母净利润 13.15 亿元, 同比增长 27.9%, 其中数字支付业务收入为 11.51 亿元, 同比增长 31.7%, 增长幅度高于整体业务; 实现归母净利润-1.68 亿元, 亏损有所改善。我们认为, 未来稳定币相关收入预计纳入数字支付业务范畴, 看好该业务营收与营业利润持续高增。

图11: 连连数字 2020-2024 年支付服务营收及 yoy



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(二) 供应链金融: 稳定币流通实现资金高效流转

联易融作为供应链金融巨头, 称将积极布局稳定币生态领域。联易融科技为中国最大的供应链金融科技解决方案提供商, 2024 年公司服务的资产规模达 4112 亿元, 同比增长 28%, 营业收入 10.3 亿元, 同比增长 19%。公司在 Project Dynamo 与 Project Guardian 项目中积累了 RWA 和 DeFi 相关领域的技术基础, 现有的 DTT 和 ABT 两大核心应用产品也具备进入稳定币市场的技术条件。

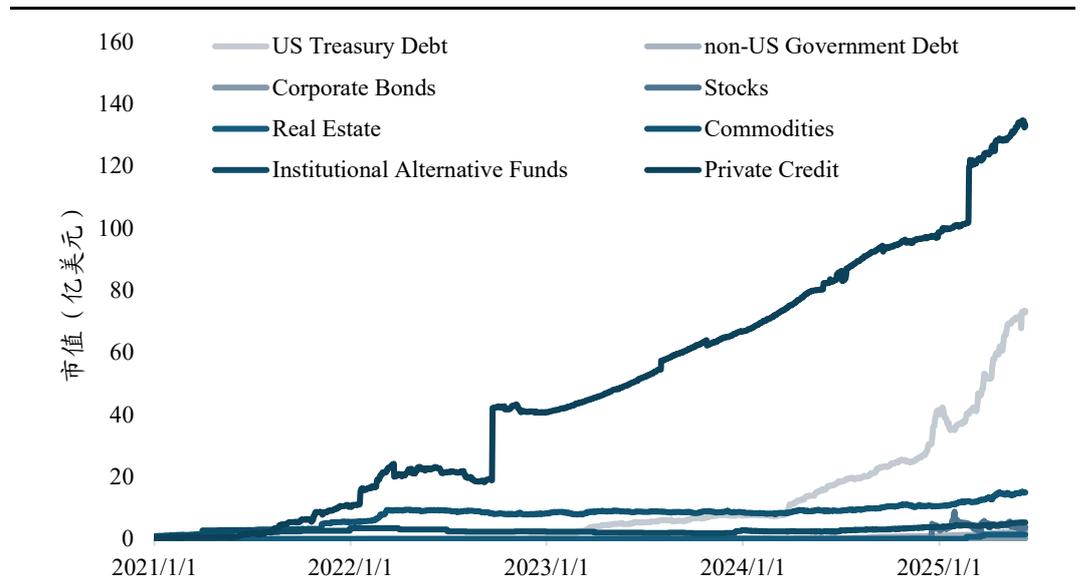
美国供应链金融平台 Marco Polo 具备参与稳定币市场的技术与合作条件。Marco

Polo 是由爱尔兰金融科技公司 TradeIX 和美国区块链联盟 R3 共同推出的企业级供应链金融平台。其技术架构 R3 Corda 的区块链设计适合金融机构发行和结算数字货币，并且提出“开放贸易金融”概念，未来可能整合稳定币作为支付结算工具，但目前尚未落地具体产品。未来如果 Marco Polo 涉足稳定币领域，其可能接入现有稳定币用于跨境支付，也可能联合其成员银行（ING、渣打银行等）发行私有稳定币。

**（三）RWA：以稳定币为载体促进资产的数字化转型**

**RWA 与稳定币之间存在着天然的互补关系：稳定币可成为 RWA 代币的稳定估值基准和高效交易媒介，RWA 代币为稳定币提供了多样化的抵押品和应用场景。**两者结合有助于推动数字资产市场的成熟发展，为传统金融资产的数字化转型提供了新的路径。据 rwa.xyz 数据显示，代币化美国国债市值自进入 2025 年便高速增长，现已超过 73 亿美元，平均到期收益率为 4.13%。资产管理巨头贝莱德（BlackRock）和数字资产公司 Securitize 联手推出的代币化美债基金 BUIDL，现已接近 30 亿美元。

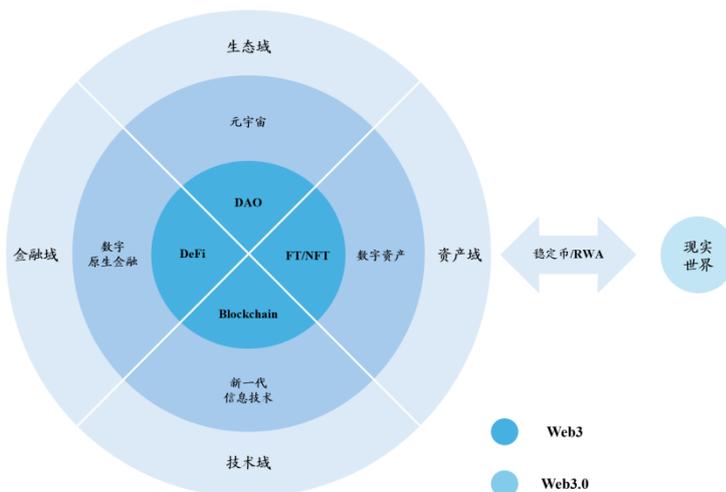
**图12：2021年至今各 RWA 市值变化图**



数据来源：rwa.xyz，东吴证券研究所

**以新能源实体资产为例，多个企业积极布局 RWA 领域。**2024 年朗新集团与蚂蚁数科合作在香港完成了国内首单基于新能源实体资产的 RWA，金额约 1 亿元人民币。随后，协鑫能科也与蚂蚁数科合作完成基于光伏实体资产的 RWA，涉及金额超 2 亿元人民币，为国内首单光伏实体资产 RWA。

图13: RWA 以稳定币为媒介连接 Web3.0 与现实世界

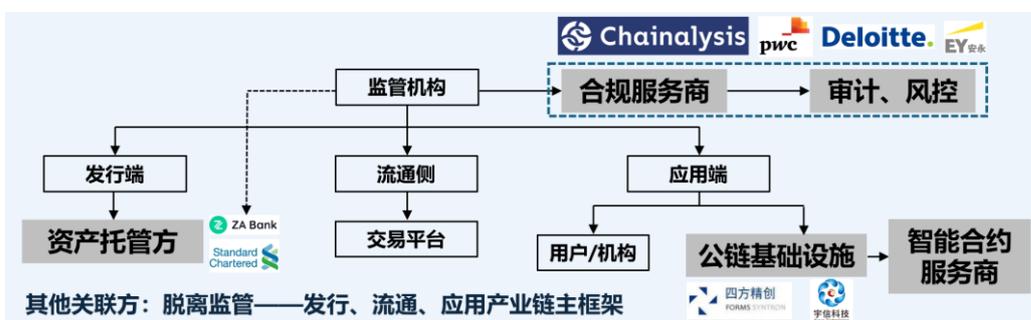


数据来源: 香港 Web3.0 标准化白皮书, 东吴证券研究所

### 3.4. 其他关联方: 稳定币产业崛起, 多方受益

其他关联方包括但不限于保证储备资产的安全与透明的储备银行与第三方审计机构、技术服务提供商等。

图14: 其他关联方结构图



数据来源: 东吴证券研究所绘制

#### (一) 储备银行: 稳定币的“价值保护者”

储备银行职能是托管稳定币发行方的法币储备, 提供合规性支持, 确保储备资产的安全与透明, 收取托管费用, 并可能通过管理储备资产获取额外收益。

ZA Bank 是香港首家为稳定币发行方提供储备银行服务的数字银行。ZA Bank 为众安在线持股 43.43% 的子公司, 其积极把握 Web3 发展浪潮, 策略性布局相关业务领域, 支持香港特区打造 Web 枢纽。此外, 众安在线通过旗下的 ZhongAn Digital Asset Group 间接持有圆币创新科技约 8.7% 的股份。众安银行是第一家参与稳定币测试的银行, 在 2023 年上半年提出了相关战略, 具有先发优势; 公司在互联网保险业务经营具有 12 年

经验，在金融科技能力上非常领先，加密货币业务对系统能力要求较高，公司前期已经有较大科技投入。

图15: ZA Bank 与 Web3

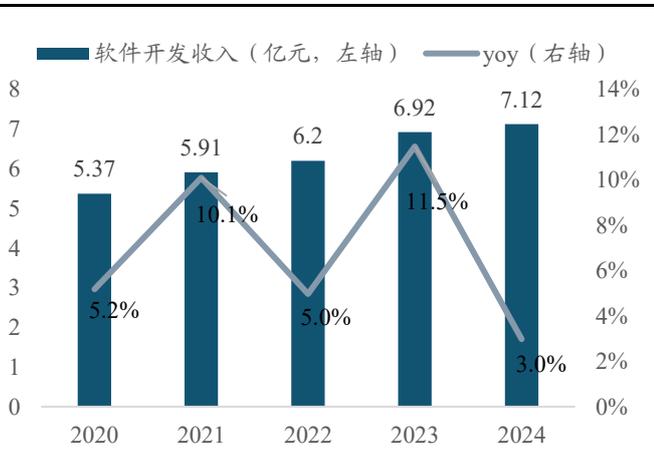


数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

(二) 技术服务提供商：技术驱动业务

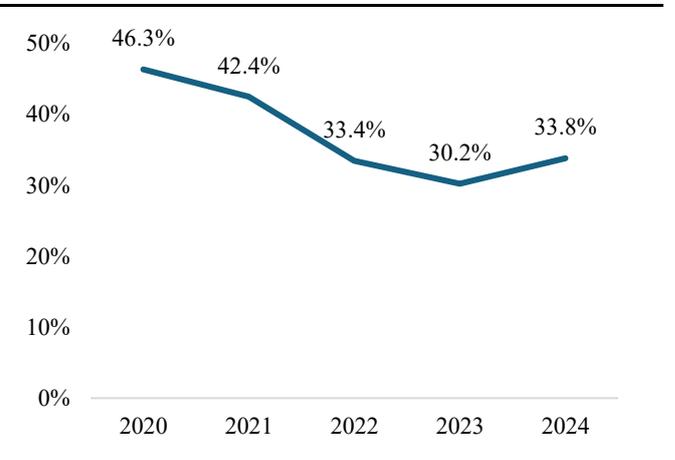
作为技术驱动的数字化转型服务领军企业，四方精创目前未就稳定币业务达成合作协议，增长潜力可观。公司在区块链和分布式账本技术方面有着深厚的技术积淀，在虚拟资产的发行、通证化、交易和支付，以及托管等方面积累丰富的产品研发和项目实施经验；FINNOSafe 合规 Web3.0 平台可支持稳定币发行人及市场参与者相关业务的发展。公司 2020-2024 年间主营产品（软件开发业务）营收稳步提升，年均增长率为 6.5%，2024 年该业务毛利率为 33.8%，同样较为稳定。入局稳定币业务后，公司软件开发业务营收及毛利率均有望进一步提升。

图16: 四方精创 2020-2024 年软件开发业务营收及 yoy



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17: 四方精创 2020-2024 年软件开发业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

宇信科技数年里探索区块链在金融场景的应用，具备去中心化的区块链底层开发能力，同时具备数据层面的算力优势。公司称将会积极配合金融机构做稳定币的对接、配套服务和应用场景服务，还会积极参与到稳定币的发行和场景创新中。目前公司已申请得到澳门科技基金的支持，计划用于开展基于 Web3.0 的零售支付系统。

#### 4. 潜在风险分析：复合型系统性风险

在数字经济与金融全球化深度交织的当下，稳定币凭借其跨境流通效率与价值锚定特性，已成为加密生态的“基础设施”和传统金融体系的“新型变量”。据 Cointelegraph 报道，稳定币支付量在 2023 年 1 月至 2025 年 2 月期间达到 942 亿美元，当前稳定币总市值达 2473 亿美元，过去 12 个月增长 54.5%。然而，看似稳固的“1:1 锚定”承诺背后，潜藏着技术、金融与监管的复合型风险。

##### （一）储备资产风险

稳定币的价值稳定依赖于其锚定资产的储备情况。如果发行方未能维持足够的储备资产，或者储备资产的质量出现问题，稳定币的价值就可能无法保持稳定，进而引发挤兑风险。例如：2018 年 10 月，市场传言 Tether 储备不足以及 Bitfinex 提款问题，USDT 价格一度跌至 0.92 美元。2022 年 5 月和 6 月，USDT 分别跌至 0.9959 美元和 0.9975 美元，引发了市场对其可靠性的质疑。2023 年 3 月，Circle 的 6 家银行合作伙伴之一，管理着约 25%USDC 现金储备的硅谷银行破产，因 33 亿美元储备被困破产银行，USDC 价格暴跌至 0.87 美元。

##### （二）监管套利风险

不同国家或地区的监管态度和政策差异较大，稳定币可能面临发行、流通、使用等方面的限制或禁止。例如：中国大陆对稳定币的监管态度较为谨慎，目前尚未开放私人稳定币的发行与交易。2023 年初，Binance 和 Paxos 合作发行的 BUSD，尽管号称有 100% 现金及美债储备且受纽约州金融服务部监管，但因存在未决合规问题，被勒令停止发行，导致 BUSD 短暂脱锚。

由于各国监管政策的差异，可能存在监管套利的空间，有些货币选择在监管较为宽松的地区进行发行与运营，导致市场的不公平竞争。例如，Tether 为了规避美国 CFTC 审查而注册于英属维尔京群岛，储备真实性屡遭质疑。而美国国会推进针对全球稳定币行业的全面新立法——《天才稳定币法案》规定，所有在美国市场运营的稳定币发行商都将受到联邦金融监管，旨在通过对在美国境内使用代币的外国注册公司行使管辖权来弥补监管漏洞。

##### （三）技术及系统性风险

稳定币的发行和交易依赖于区块链等技术，底层技术架构的脆弱性可能引发连锁反

应，导致整个金融生态崩溃的威胁。这类风险源于智能合约漏洞（如 2024 年 Curve 攻击事件因代码缺陷损失 6200 万美元）、算法机制失效（如 UST 因陷入“死亡循环”崩溃引发近 400 亿美元市值蒸发）以及公链依赖风险（如节点拥堵或 51%攻击导致交易瘫痪）。其系统性体现在单点故障可能触发多米诺效应：例如托管银行破产（如硅谷银行危机中 USDC 因 33 亿美元储备被困而脱锚）或跨链桥被黑客攻破（如 Nervos 网络跨链桥 Force Bridge 疑似遭黑客控制，涉及约 300 万美元资产被盗），均可通过流动性枯竭、市场恐慌传导至传统金融体系。香港《稳定币条例》虽要求熔断机制与第三方代码审计，但全球稳定币网络的复杂性仍使风险呈跨链、跨司法辖区扩散特征。

#### （四）货币政策风险

稳定币大规模应用对中央银行调控经济核心职能会产生冲击，集中表现为传导机制弱化、货币主权侵蚀及统计体系失真。一方面，离岸美元稳定币规模已达 2500 亿美元，用户将银行存款转为稳定币会降低货币乘数，阻碍利率政策向信贷市场的传导；另一方面，弱势货币经济体面临“新美元化”风险，居民弃用本币转向稳定币（如通胀国家采用 USDT 避险），削弱央行货币主权并干扰广义货币量（M2）统计——因稳定币兼具交易媒介与投资属性，模糊了“准货币”边界。香港联系汇率制更易受此冲击：若香港资本自由流动特性被利用，大量港元稳定币用于跨境套利，加剧港元汇率波动，甚至触发流动性危机，迫使金管局消耗外汇储备干预市场。

#### （五）地缘政治与政策博弈风险

稳定币因大国金融主权竞争和监管框架冲突而面临系统性威胁。当前全球稳定币市场 99% 由美元稳定币主导（如 USDT、USDC），本质上成为美元在数字空间的延载体。美国通过《GENIUS 法案》强制要求稳定币储备以美债为主，试图将加密市场流动性重新绑定至“美债-美元”循环体系，延续美元霸权；而中国香港允许多币种挂钩（如港元/人民币稳定币），可能被美国视为挑战美元主导地位，面临金融制裁风险（如限制 SWIFT 接入或跨境支付中断）。同时，监管框架的国际冲突加剧了这一风险：欧盟设非欧元稳定币日交易上限（2 亿欧元），美国限制非美元稳定币跨境流动，香港则需在开放创新与地缘博弈间寻找平衡，监管差异催生跨境套利空间。这一风险的核心在于，稳定币已从技术工具演变为大国金融博弈的筹码，其生存与发展深度受制于主权货币竞争格局。

#### （六）应用场景与生态竞争风险

稳定币会面临在支付、结算等实际应用中因市场份额挤压和技术替代而丧失生存空间的危机。全球 95% 的稳定币市场份额被 USDT、USDC 垄断，新兴货币（如港元稳定币）在支付场景中面临双重挤压：一是传统支付巨头（Visa、支付宝）依托用户习惯和合规优势占据主流市场；二是主权数字货币的崛起直接侵蚀稳定币的合法性基础。例如，数字人民币（e-CNY）在大湾区跨境推广中凭借零信用风险和法定偿付能力，挤压稳定币在贸易结算中的生存空间。同时，稳定币的生态位也因技术替代而萎缩：DeFi 领域虽依赖稳定币作为底层结算工具，但算法稳定币的崩盘案例（如 UST 蒸发 400 亿美元）

削弱市场信任，而 CBDC 与 DeFi 的融合可能进一步替代稳定币的金融中介职能。这一风险的本质是稳定币在“美元霸权余晖”下面临的生存困境——既无法撼动传统金融基础设施，又难以抵御主权数字货币的降维竞争。

### （七）跨境司法协调与维权风险

当香港持牌稳定币发行商破产（如储备资产被挪用）时，内地投资者需在“一国两制”框架下跨越不同法律体系追偿，面临举证困难、诉讼成本高、判决执行难等障碍。例如，香港监管沙盒允许稳定币接入供应链金融（如以应收账款抵押发行稳定币），但内地严禁虚拟货币相关业务，两地政策冲突可能引发监管套利行为（如资金违规跨境转移），却无协同机制追溯责任主体。更深层的矛盾在于全球监管碎片化：美国要求稳定币发行人满足联邦许可条件，欧盟以资本金门槛限制市场准入，而部分离岸司法管辖区（如英属维尔京群岛）为规避审查提供“监管洼地”，进一步割裂投资者维权路径。稳定币跨境流通与主权监管之间的根本矛盾——技术无国界与司法有边界之间的冲突。

## 5. 投资建议

稳定币发行是产业链的核心环节，头部美元稳定币已形成较强的网络效应。随着香港市场监管框架逐渐明确，合规性成为稳定币发行商的核心竞争力，香港稳定币发行人“沙盒”的参与者具备先发优势。同时，稳定币的信用基础在于其储备资产的透明度和流动性，储备资产的管理能力直接影响发行商的盈利能力。我们认为，具备合规发行资格、储备资产管理能力强的稳定币发行企业将受益明显，建议关注【京东集团】、【渣打集团】。

流通侧是稳定币生态系统的流动性中枢，现已初步形成“专业交易+泛支付应用”的双轨发展模式。作为“流量入口”，稳定币交易是用户进入加密生态的首要接触点，具有显著的获客价值；交易平台沉淀大量稳定币资金，可衍生出借贷、理财等多元化业务；作为稳定币的“数据节点”，交易平台掌握稳定币流动的实时信息，具有潜在的数据变现空间。对于跨境支付服务商，我们认为获批合规牌照、与稳定币发行商进行深度合作的企业有望受益。建议关注【OSL 集团】、【联易融科技】、【拉卡拉】、【新大陆】、【连连数字】。

储备银行（托管机构）是稳定币生态系统的关键基础设施，监管机构批准的合规银行具备稳定的服务需求。储备托管行受益于稳定的托管费收入的同时，由于传统银行系统并非为 7×24 小时实时区块链交易设计，亦需进行大规模 IT 改造以支持稳定币业务，具备区块链、分布式账本项目能力的技术服务提供商有望因此受益。建议关注【众安在线】、【四方精创】、【宇信科技】、【恒生电子】、【长亮科技】、【金证股份】。

表5: 个股盈利预测与估值 (截至 2025/06/16 收盘)

| 代码        | 公司       | 总市值<br>(亿元) | 收盘价<br>(元) | 营业总收入 (亿元) |        |        |        | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | EPS (元/股) |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|----------|-------------|------------|------------|--------|--------|--------|------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |          |             |            | 2024A      | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2024A      | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A     | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| JD.O      | 京东集团     | 532         | 33         | 11,588     | 12,862 | 13,669 | 14,487 | 414        | 385   | 461   | 532   | 14        | 12    | 14    | 17    | 1.3   | 1.4   | 1.2   | 1.0   |
| 9618.HK   | 京东集团-SW  | 4,173       | 131        | 11,588     | 12,862 | 13,669 | 14,487 | 414        | 385   | 461   | 532   | 14        | 12    | 14    | 17    | 10    | 11    | 9     | 8     |
| 2888.HK   | 渣打集团     | 2,905       | 125        | 1,366      | 203    | 213    | 224    | 291        | 41    | 45    | 50    | 1.4       | 1.7   | 1.9   | 2.1   | 10    | 71    | 65    | 58    |
| 0863.HK   | OSL集团    | 81          | 13         | 3          | 7      | 12     | 18     | 0.4        | 0.6   | 0.7   | 3.7   | 0.1       | 0.1   | 0.1   | 0.6   | 184   | 138   | 109   | 22    |
| 9959.HK   | 联易金融科技-W | 46          | 2          | 10         | 12     | 14     | 17     | -8.4       | -1.7  | -0.2  | 1.4   | -0.4      | -0.1  | -0.0  | 0.1   | -6    | -27   | -221  | 33    |
| 300773.SZ | 拉卡拉      | 215         | 27         | 58         | 61     | 65     | 68     | 3.5        | 6.7   | 7.6   | 8.2   | 0.5       | 0.8   | 1.0   | 1.0   | 61    | 32    | 28    | 26    |
| 000997.SZ | 新大陆      | 308         | 30         | 77         | 88     | 98     | 110    | 10.1       | 13.1  | 15.7  | 18.2  | 1.0       | 1.3   | 1.5   | 1.8   | 30    | 23    | 20    | 17    |
| 2598.HK   | 连连数字     | 118         | 11         | 13         | 15     | 19     | 22     | -1.7       | 17.2  | -0.7  | 0.8   | -0.2      | 1.6   | -0.1  | 0.1   | -70   | 7     | -172  | 142   |
| 6060.HK   | 众安在线     | 303         | 21         | 342        | 350    | 389    | 432    | 6.0        | 9.4   | 10.5  | 12.2  | 0.4       | 0.6   | 0.7   | 0.8   | 50    | 32    | 29    | 25    |
| 300468.SZ | 四方精创     | 195         | 37         | 7          | -      | -      | -      | 0.7        | -     | -     | -     | 0.1       | -     | -     | -     | 289   | -     | -     | -     |
| 300674.SZ | 宇信科技     | 187         | 27         | 40         | 44     | 49     | 55     | 3.8        | 4.5   | 5.4   | 6.4   | 0.6       | 0.6   | 0.8   | 0.9   | 49    | 41    | 35    | 29    |
| 600570.SH | 恒生电子     | 578         | 31         | 66         | 70     | 76     | 85     | 10.4       | 12.3  | 14.2  | 16.6  | 0.6       | 0.7   | 0.7   | 0.9   | 55    | 47    | 41    | 35    |
| 300348.SZ | 长亮科技     | 127         | 16         | 17         | 20     | 23     | 27     | 0.2        | 1.2   | 1.7   | 2.2   | 0.0       | 0.1   | 0.2   | 0.3   | 682   | 107   | 75    | 57    |
| 600446.SH | 金证股份     | 161         | 17         | 47         | 45     | 47     | 50     | -2.0       | 1.9   | 2.8   | 3.6   | -0.2      | 0.2   | 0.3   | 0.4   | -79   | 83    | 57    | 44    |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中所用预期值均为 Wind 一致预期; 港股总市值、收盘价单位为港元, EPS 单位为港元/股; 美股总市值、收盘价单位为美元, EPS 单位为美元/股; 若无特殊注明, 相关数据货币单位 (营业总收入、归母净利润) 均为人民币, 截至 2025 年 6 月 16 日美元及港元汇率分别为 7.179、0.915

## 6. 风险提示

- 1) 储备资产兑付风险:** 储备不足或资产质量下滑易引发挤兑, 未来需强化透明审计与流动性缓冲。
- 2) 监管政策风险:** 全球监管碎片化催生跨境套利, 合规冲突或致发行中止。
- 3) 技术漏洞及系统性风险:** 智能合约缺陷或跨链桥黑客事件可触发多米诺效应, 风险跨链扩散加剧金融体系波动。
- 4) 货币政策主权侵蚀风险:** 稳定币规模扩张削弱货币乘数, 干扰利率传导; 新兴经济体“新美元化”侵蚀本地货币主权, 统计失真加剧。
- 5) 地缘博弈与制裁风险:** 美元稳定币强化美国金融霸权, 非美元稳定币或面临跨境支付制裁, 监管冲突升级。
- 6) 生态竞争替代风险:** 传统支付巨头与主权数字货币挤压稳定币支付场景, DeFi 与央行数字货币 CBDC 融合加速技术替代。
- 7) 跨境司法维权困境:** 监管洼地割裂维权路径, 内地投资者诉香港发行商面临举证与执行难, 全球治理真空持续。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>