

OSL 集团 (00863.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

香港首家合规数字资产交易所，

PayFi+全球化布局打开新的空间

公司简介

公司自 2018 年开创数字资产交易平台，持续走合规路径。2024 年，公司引进一批新的管理层，并实现转型数字资产领域以来的首次盈利。今年以来，持续加速业务扩张 (PayFi) 及全球化布局，公司 6 月宣布拟收购 Banxa，完成 Banxa 收购后，叠加已获取的牌照，将在日本、欧盟、澳大利亚、英国等 10 个地区持有超过 50 项牌照及注册资质，且正在推进中东等市场的牌照申请工作。公司营收构成主要包括数字资产交易收入，25H1，该业务占比总收入 51%。25H1，实现交易量 682 亿港元，yoy+200%；截至 25H1 末，托管资产达到 57 亿港元，yoy+50%。25H1，公司持续经营业务亏损 0.2 亿港元，主要系公司全球扩张计划导致人数以及经营开支增加。

投资逻辑

- 1、香港首家合规的数字资产交易所：OSL 获得 SFC 颁发的首个数字资产交易平台牌照，合规进程领先。在香港 Web3.0 生态持续繁荣的大趋势下，公司将直接受益。
- 2、香港地区交易规模领先，为香港现货 ETF 主要托管方：公司为香港市场中唯一能够提供 RFQ 和 Orderbook 全套可定制方案的平台。OSL 已与超 50 家香港持牌券商及银行达成深度合作，交易量市占率领先。截至 2024 年 12 月 31 日，OSL 合作的 ETF 占香港数字资产现货 ETF 市场约 64% 的在管资产。
- 3、内生增长+战略并购双轮驱动发展：1) 新业务 OSL Pay 于 2025 年 4 月正式推出。25H1，OSL Pay 实现收入 5590 万港元，占比总收入 29%，主要来自欧洲。支付服务将成为公司未来重点领域之一，涵盖出入金通道、跨境支付等。2) 全球化交易所布局：OSL 已获得澳洲、日本、意大利等地区牌照。此外，2025 年 6 月，OSL 拟收购 Banxa，Banxa 在全球拥有 40+牌照/注册资质。2025 年 8 月，已正式获得百慕大金融管理局颁发的数字资产业务 F 级全牌照，并上线全球交易所。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司 2025/2026/2027 年营收分别为 6.7/11.9/18.1 亿港元，参考同业 Coinbase 和 Robinhood 估值，给予 OSL 集团 2026 年 13X PS，对应目标价为 21 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

政策不确定性；虚拟资产价格波动；行业竞争加剧。

国金证券研究所

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

liyongjian@gjzq.com.cn

分析师：舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：柴梦婷 (执业 S1130525030013)

chaimengting@gjzq.com.cn

市价 (港币)：15.000 元

目标价 (港币)：21.00 元



主要财务指标 (单位均为港元)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	210	375	665	1,191	1,811
营业收入增长率	81.14%	78.59%	77.34%	79.21%	52.09%
归母净利润(百万元)	-270	47	-41	-18	30
归母净利润增长率	50.95%	117.31%	-187.47%	54.91%	264.57%
摊薄每股收益(元)	-0.37	0.06	-0.06	-0.02	0.04
每股经营性现金流净额	-1.57	-0.51	0.19	0.51	0.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	-65.52%	3.61%	-3.25%	-1.48%	2.38%
P/E	-33.26	126.41	-270.96	-600.89	365.14
P/B	12.95	3.88	8.81	8.91	8.67
P/S	25.11	12.37	17.14	9.57	6.29

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、OSL 集团概况：专注数字资产领域，2024 年首次实现扭亏为盈	4
1.1 历史沿革：聚焦数字资产领域，不断丰富产品矩阵+全球化布局	4
1.2 股权结构：刘帅为公司第一大股东，新管理团队 Web3 领域经验丰富	4
1.3 商业模式：数字资产交易+SaaS 业务双轮驱动，深耕数字资产领域	4
1.4 财务情况：2024 年实现扭亏为盈，25H1 经调整收入增速高达 187%	7
1.5 运营数据：25H1 交易量同比暴增 200%，托管资产为去年同期的 1.5 倍	7
二、行业分析：政策不断完善+机构跑步入场，虚拟资产趋势向好	8
2.1 虚拟资产监管框架逐渐完善+机构跑步进场，行业趋势向好	8
2.2 香港虚拟资产政策不断完善，合规化助力行业健康发展	9
三、竞争优势：香港首个合规平台，内生增长+战略并购双轮驱动发展	10
3.1 香港首个合规的数字资产交易平台，合规进程领先	10
3.2 香港地区交易规模领先，为香港现货 ETF 的主要托管方	11
3.3 新业务 PayFi+交易所全球化布局，有望打开新的增长空间	12
四、盈利预测及投资建议	13
4.1 盈利预测	13
4.2 投资建议	14
五、风险提示	14

图表目录

图表 1：公司历史沿革	4
图表 2：OSL OTC 优势及交易规模要求	5
图表 3：OSL 香港交易所费用	5
图表 4：OSL 托管业务的安全优先架构	6
图表 5：公司产品生态	6
图表 6：公司营收构成	6
图表 7：公司营收变化趋势	7
图表 8：公司经调整收入变化趋势（数字资产相关）	7
图表 9：公司归母净利润变化趋势	7
图表 10：公司持续经营业务利润变化趋势	7
图表 11：公司年度交易量变化趋势	8
图表 12：公司半年度交易量变化趋势	8
图表 13：加密货币市值占全球流动性的百分比	8



图表 14: 美国虚拟资产相关政策	9
图表 15: 2025 年 BTC 所有者变化	9
图表 16: 香港虚拟资产相关政策梳理	10
图表 17: 香港虚拟资产牌照梳理	10
图表 18: 公司牌照获取进程	11
图表 19: 公司规模概览	11
图表 20: OSL Pay 核心功能与优势	12
图表 21: Banxa 概览	12
图表 22: 交易量及费率预测	13
图表 23: 分业务营收预测 (单位: 百万港元)	13
图表 24: 成本和费用预测 (单位: 百万港元)	14
图表 25: 估值对比	14

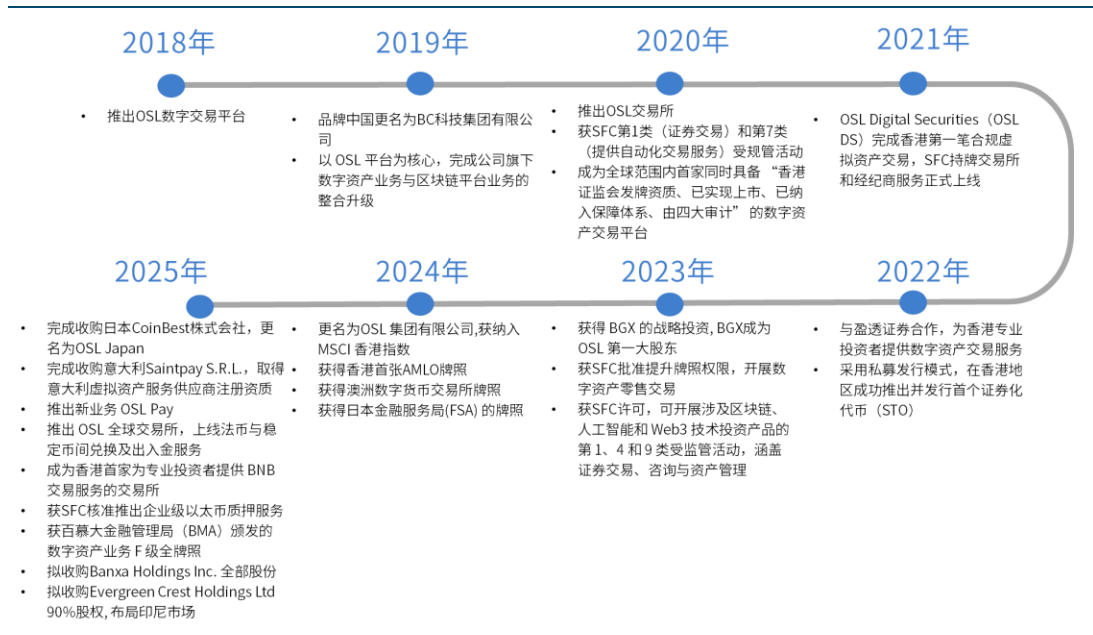


一、OSL 集团概况：专注数字资产领域，2024 年首次实现扭亏为盈

1.1 历史沿革：聚焦数字资产领域，不断丰富产品矩阵+全球化布局

OSL 集团是虚拟资产领域“合规化+全球化”的标杆企业，自 2018 年启动数字资产交易平台以来，持续走合规道路并实现产品突破。2024 年，公司引进一批新的管理层，并实现转型数字资产领域以来的首次盈利。2025 年，集团加速业务扩张及全球化布局：3 月完成收购意大利 Saintpay S.R.L.，取得意大利虚拟资产服务供应商注册资质；4 月推出 OSL Pay 优化法币与加密货币兑换；6 月宣布拟收购 Banxa 以整合全球出入金通道网络；7 月上线企业支付服务 OSL Biz Pay；8 月获得百慕大金融管理局（BMA）颁发的数字资产业务 F 级全牌照（Class F license）。

图表1：公司历史沿革



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 股权结构：刘帅为公司第一大股东，新管理团队Web3 领域经验丰富

公司股权结构较分散，截至 2024 年报，刘帅持有公司 29.95%的股权，其余股东持股比例均未大于 5%。公司于 2024 年引进多位资深高管：1) 崔崧上任公司行政总裁，曾在 Bybit、房多多、Google 等公司担任高级领导职务。2) 张英华上任首席商务官，曾在 Bybit 任职。3) 陈德荣上任首席营销官，曾在富途任职。4) 黄冠文上任公司 CFO，曾在蚂蚁集团担任要职。

1.3 商业模式：数字资产交易+SaaS 业务双轮驱动，深耕数字资产领域

25H1，剔除币价影响，数字资产及区块链平台业务实现营收 1.89 亿港元，yoy+187.3%，主要得益于数字资产交易和机构服务需求增加，叠加公司在欧洲的全球业务拓展。

公司数字资产及区块链平台业务分两大板块，具体包括：

- 1) 数字资产市场业务：该业务收入主要包括场外交易、智能询价（iRFQ）交易、交易所业务及托管服务收入。2024 年，该业务实现营收 2.83 亿港元，yoy+73.3%，增长主要源于交易价差提升，叠加数字资产 ETF 推出显著提升了机构参与度以及对数字资产交易和机构服务的需求。
- ✓ 场外交易业务：场外交易指客户向 OSL 提出特定交易请求，经 OSL 确认后，与客户进行交易，此类交易不通过订单簿进行。其中，闪电交易是场外交易的一种，指 OSL 为客户提供报价，且交易仅在客户确认后执行。公司数字资产平台包括一整套的机构级经纪服务，对于场外交易，OSL 提供的总价内含所有费用，不收取额外费用。场外交易服务仅针对专业投资者，每笔场外交易的最低交易规模为 50 万美元。



图表2: OSL OTC 优势及交易规模要求



来源：公司官网，国金证券研究所

- ✓ **智能询价、交易所：**当前 OSL 香港交易所对所有投资者（零售、专业投资者、机构）挂单（指以特定价格下单，但该订单未立即与订单簿中的对手方订单成交，而是进入订单簿，等待对手方订单的成交）收取零费率，吃单（指以特定价格下单，并立即与订单簿中的对手方订单成交）收取 0.05% 费率。针对专业投资者和机构，另外收取 0.05% 的月度存仓费。

图表3: OSL 香港交易所费用

客户类型	交易方式	挂单费用	吃单费用
零售客户	闪电交易	总价内含所有费用 OSL不对场外交易收取额外费用	
	专业交易	0.00%	0.05%
专业投资者及机构	闪电交易	总价内含所有费用 OSL不对场外交易收取额外费用	
	专业交易	0.00%	0.05%
	场外交易	总价内含所有费用 OSL不对场外交易收取额外费用	

来源：公司官网，国金证券研究所

- ✓ **托管业务：**OSL 在中国香港、澳大利亚和其他主要市场提供持牌合规的数字资产托管服务，具备完全资产隔离的多层钱包安全机制，且客户资产通过持牌信托机构持有，具备法律隔离、破产隔离设计和最高 10 亿美元的机构级保险覆盖。托管的对象涵盖加密货币、公链资产和 RWA 代币。当前客户涵盖对冲基金、交易公司、交易产品发行人、交易所等。2024 年 4 月，6 支虚拟资产现货 ETF 在港交所正式敲钟上市并开放交易，其中华夏基金(香港)、嘉实国际发行的 4 支 ETF 均与 OSL 合作进行虚拟资产托管服务。此外，2025 年 7 月，潘渡资产管理有限公司最新推出的比特币现货 ETF 正式于香港交易所挂牌交易，OSL 为潘渡比特币 ETF 提供托管与交易基础设施。



图表4: OSL 托管业务的安全优先架构

具备完全资产隔离的多层钱包安全机制	包含冷钱包、温钱包、热钱包和 MPC 钱包的多层钱包基础设施。支持第三方钱包集成、资产级别隔离和按需冻结控制，实现最高安全性和灵活性
7x24小时运营和实时事件响应	全球覆盖，提供全天候监控、跨时区人工支持和快速响应协议 -- 确保最长正常运行时间和持续的资产保护
监管托管服务	OSL在香港、澳大利亚和其他主要市场提供持牌合规的数字资产托管服务-使机构能够在当地监管框架下安全运营
基于信托架构的托管保护	客户资产通过持牌信托结构持有，具备法律隔离、破产隔离设计和最高10 亿美元的机构级保险覆盖

来源：公司官网，国金证券研究所

- 2) 数字资产技术基础设施业务：收入主要来自向金融机构提供 SaaS 及相关服务。SaaS 服务主要指公司向客户授权其专属数字资产交易平台及相关技术解决方案。

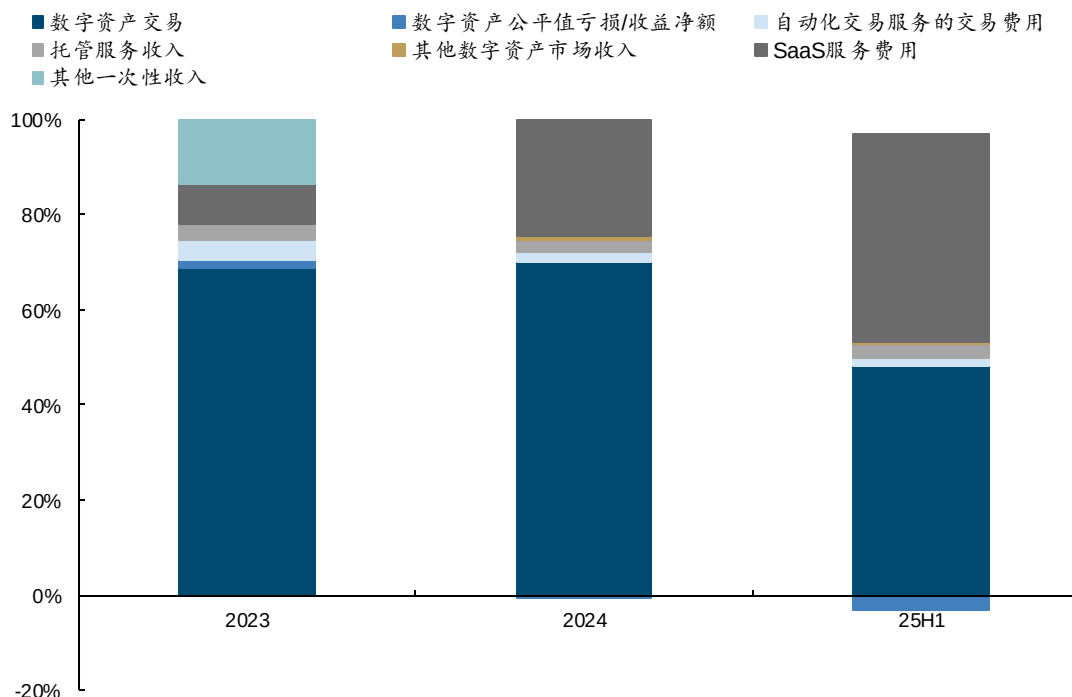
图表5: 公司产品生态

业务板块	服务内容
经纪业务	场外交易 (OTC)、智能询价平台 (RFQ)
机构业务	Omnibus经纪商解决方案、托管服务、质押服务
资产管理	加密量化基金、国库资产代币化产品、结构性产品*、RWA代币化服务、基金销售及分销
交易所/零售业务	快速买卖/加密货币；法币兑换、现货交易、衍生品交易*
支付业务	出金/入金、跨境支付服务

来源：公司官网，国金证券研究所；*已排期推出

OSL 交易平台自 2018 年上线以来，数字资产及区块链平台收入贡献持续提升，广告业务和商业园区两大传统业务贡献下降，直至 2023 年公司营收已全部来自于数字资产及区块链平台收入。具体拆分来看，数字资产交易收入占比最高，2023-2024 年，该收入占比总收入维持在 70%左右；25H1，该收入占比下降至 51%。

图表6: 公司营收构成



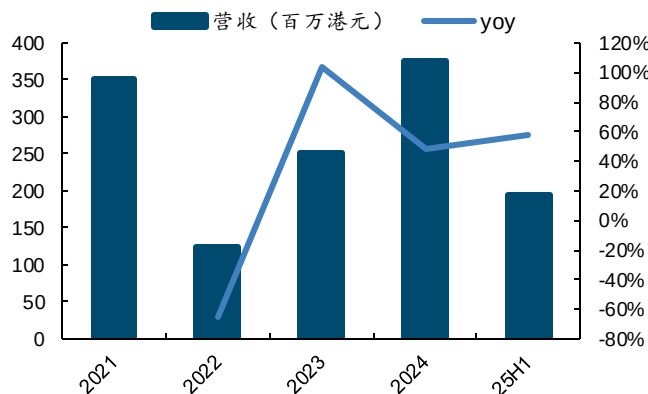


来源：公司公告，国金证券研究所

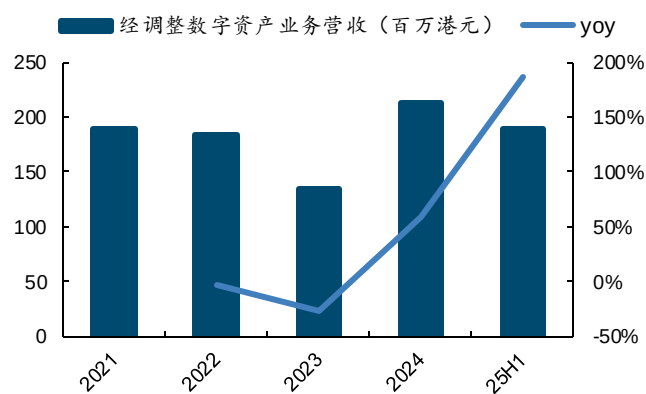
1.4 财务情况：2024 年实现扭亏为盈，25H1 经调整收入增速高达 187%

公司营收自 2022 年以来持续增长，2024 年实现收入 3.75 亿港元，yoy+49%（基于 2023 年收入构成含有数字资产相关业务+商业园区租金收入，而 2024 年收入构成仅含有数字资产相关业务计算所得，单看主业收入增速高达 79%）。25H1，实现收入 1.95 亿港元，yoy+58%，主要得益于数字资产交易收入以及 SaaS 收入大幅增加。从经调整口径（调整掉币的公允价值变化）来看，25H1，实现经调整收入 1.89 亿港元，yoy+187%。

图表7：公司营收变化趋势



图表8：公司经调整收入变化趋势（数字资产相关）



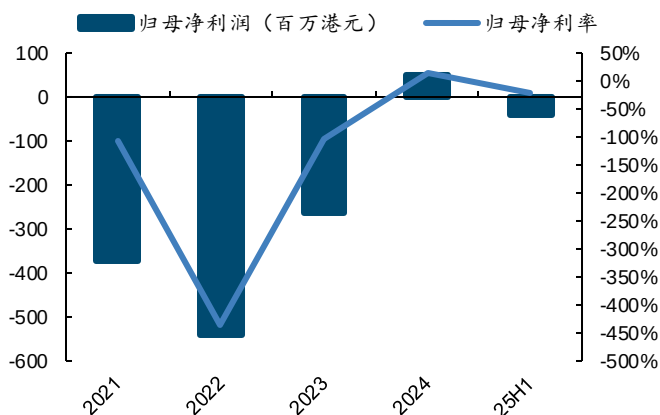
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

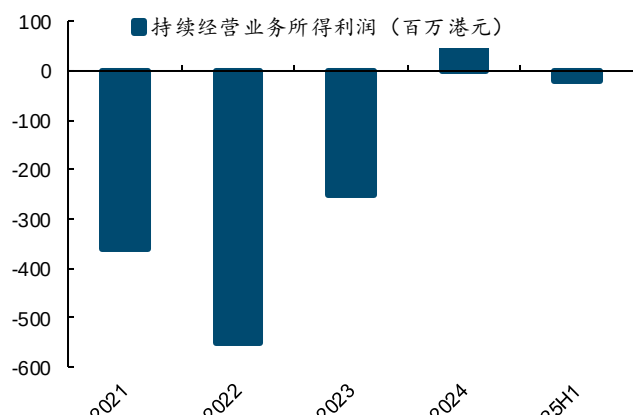
公司于 2024 年实现扭亏为盈，归母净利润达到 0.48 亿港元，持续经营业务所得利润达到 0.55 亿港元。25H1，公司持续经营业务亏损 0.2 亿港元，主要系公司全球扩张计划导致人数以及经营开支增加。

具体来看 25H1 成本费用端变化：1) 费用及佣金开支达到 0.27 亿港元，较去年同期的 0.04 亿港元大幅提升，主要系新推出的 OSL Pay 业务产生向支付网关供应商支付渠道费及本期间转介开支增加；2) 员工成本达到 1.47 亿港元，较去年同期的 0.82 亿港元显著提升，主要系全球拓张所致；3) 咨询科技成本达到 0.25 亿港元，较去年同期的 0.14 亿港元显著增加，主要系全球拓张导致技术相关开支及更新升级逐步增加。

图表9：公司归母净利润变化趋势



图表10：公司持续经营业务利润变化趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

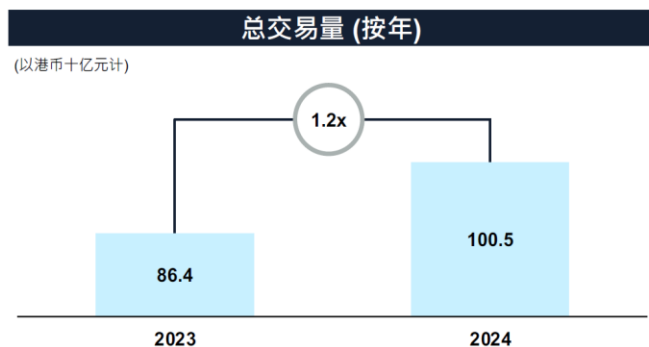
来源：公司公告，国金证券研究所

1.5 运营数据：25H1 交易量同比暴增 200%，托管资产为去年同期的 1.5 倍

2024 年，公司实现交易量 1005 亿港元，yoy+16%；25H1，公司实现交易量 682 亿港元，yoy+200%，主要由场外交易业务以及 OSL Pay 带动。截至 25H1 末，公司托管资产规模达到 57 亿港元，为去年同期的 1.5 倍。

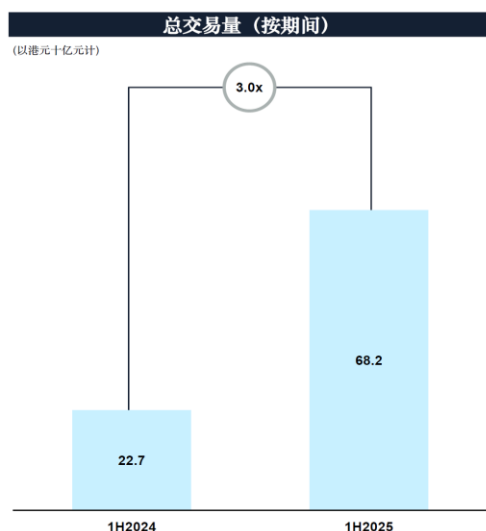


图表11：公司年度交易量变化趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表12：公司半年度交易量变化趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

二、行业分析：政策不断完善+机构跑步入场，虚拟资产趋势向好

2.1 虚拟资产监管框架逐渐完善+机构跑步进场，行业趋势向好

根据 CoinGecko 的统计，截至 2025 年 9 月 13 日，加密资产总市值约 4.2 万亿美元，较 2025 年初上涨 23%。根据 Coinbase 报告，加密货币市值占全球流动性的百分比正在上升，并认为加密货币的价格表现会在 2025 年下半年创下历史新高。

图表13：加密货币市值占全球流动性的百分比



Crypto market cap excludes stablecoins. Central bank G6 liquidity includes the US Fed, ECB, BoJ, BoC, BoE and PBoC. Sources: Bloomberg and Coinbase.

来源：Coinbase 官网，国金证券研究所

全球数字资产相关监管框架逐渐完善，包括美国的《GENIUS 法案》、欧盟的 MiCA 法案以及香港相关条例法案。

- ✓ 2025 年 7 月，《GENIUS 法案》推出，同期《Clarity 法案》、《反 CBDC 法案》均通过众议院。
- ✓ 2025 年 7 月，SEC 批准比特币和以太坊现货 ETF 实物申赎；白宫发布《数字资产市场工作组报告》；SEC 启动“project crypto”计划，旨在将证券规则现代化，使美国资本市场上链，SEC 将制定明确的加密资产发行、托管和交易规则，并在规则完善前使用解释和豁免权确保传统规则不阻碍创新。



- ✓ 2025 年 8 月，特朗普签署关于 401 (k) 养老金投资的行政令，拟允许 401 (k) 养老金投资私募股权、房地产、加密货币等另类资产。此举将为寻求撬动约 12.5 万亿美元退休金市场的行业带来重大突破。

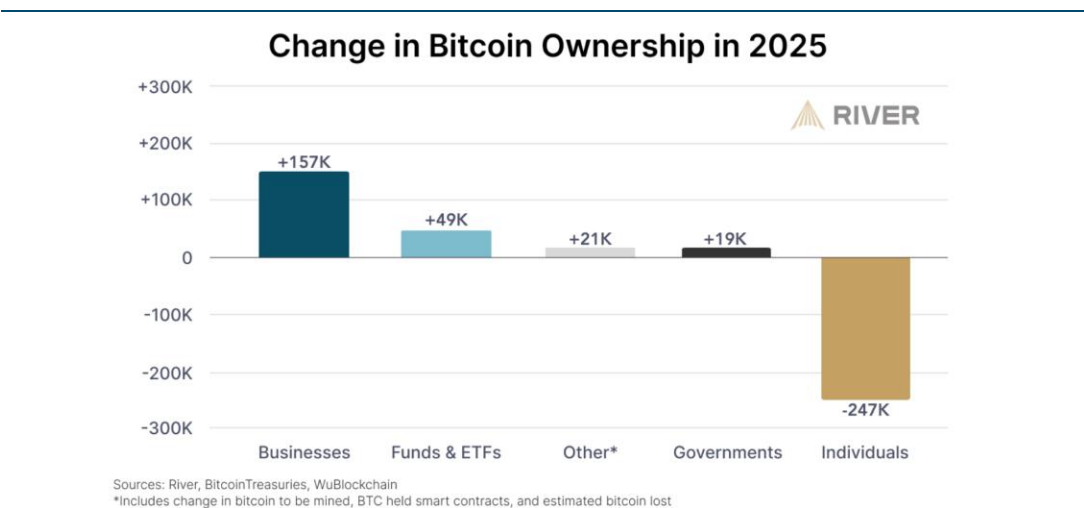
图表14：美国虚拟资产相关政策

时间	法案/政策	意义
2025-07-17(众议院通过)	《Digital Asset Market Clarity Act of 2025》(CLARITY Act)	确定足够去中心化的数字资产归类「数字商品」由CFTC监管，仍处于中心化控制的则归 SEC 监管
2025-07-17(众议院通过)	《Anti-CBDC Surveillance State Act》反央行数字货币法案	禁止美联储发行面向公众的CBDC，并停止联邦机构进一步研发CBDC
2025-07-29	SEC批准比特币和以太坊现货ETF「实物申赎」	允许 BTC、ETH 的 ETF 通过以实物加密资产赎回，取代现金创设/赎回模式，确立大宗商品地位
2025-07-30	白宫发布166 页《数字资产市场工作组报告》(PWG报告)	建议国会授权 CFTC 监管非证券类现货市场，拥抱 DeFi 技术，并建议通过豁免、安全港和监管沙盒加速加密资产发行
2025-07-31~08-01	SEC「Project Crypto」计划、CFTC「Crypto Sprint」计划	启动「Project Crypto」，把美国资本市场上链作为代际机会，接触加密资产合规期货交易所的 DCM 申请
2025-08-05	SEC公司财务部关于流动性质押(LiquidStaking)活动声明	指出流动性质押凭证不构成证券发行，也不需要注册为 DeFi 质押和 LST ETF 铺平了道路
2025-08-05	反「窒息行动2.0」行政令草案	解决针对加密货币公司和保守派人士的歧视问题，威胁对因政治原因切断客户联系的银行处以罚款
2025-08-07	特朗普签署关于401(k)养老金投资的行政令	拟允许 401(k)养老金投资私募股权、房地产、加密货币等另类资产。此举将为寻求撬动约 12.5 万亿美元退休金市场的行业带来重大突破

来源：Blockbeats，国金证券研究所

根据 Cointelegraph，2025 年 1 月 1 日-2025 年 5 月 12 日，以 MSTR 为代表的企业购买的比特币数量超过任何其他类别投资者，企业整体持有量增加 15.7 万枚 BTC。继企业之后的第二大买家是 ETF，BTC 持有量增加 4.9 万枚。第三大主体是政府，增加约 1.9 万枚 BTC。相反，散户或个人投资者今年的 BTC 持有量减少 24.7 万枚。

图表15：2025 年 BTC 所有者变化



来源：Cointelegraph，国金证券研究所

2.2 香港虚拟资产政策不断完善，合规化助力行业健康发展

2022 年 10 月，SFC 发布“有关虚拟资产在港发展的政策”宣言，指出“让虚拟资产创新能够在香港以可持续方式蓬勃发展”。2023 年 6 月，《打击洗钱及恐怖分子资金筹集（修订）条例》生效，强调虚拟资产交易平台的 VATP 须持牌经营。2024 年 4 月，亚洲首批虚拟资产现货 ETF 落地香港。2025 年 2 月，SFC 发布“ASPIRe”路线图，围绕连接、保障、产品、基建和联系五大核心支柱，规划了 12 项主要措施，以构建更安全、创新、开放的虚拟资产市场。2025 年 6 月，特区政府发布《香港数字资产发展政策宣言 2.0》，提出“LEAP”框架，重申致力将香港打造成数字资产领域中的全球创新中心。


图表16：香港虚拟资产相关政策梳理

时间	政策主题	主要内容
2022 年 10 月	“有关虚拟资产在港发展的政策”宣言	让虚拟资产创新能够在香港以可持续方式蓬勃发展
2023 年 6 月	《适用于虚拟资产交易平台的运营者的指引》生效	明确多项适用于持牌交易平台的标准和规定，包括稳妥保管资产、分隔客户资产、避免利益冲突及网络安全等
2023 年 6 月	《打击洗钱及恐怖分子资金筹集（修订）条例》生效	规定在香港经营虚拟资产交易所必须向香港证监会申领牌照，建立 VATP 发牌制度
2023 年 12 月	《中介人虚拟资产相关活动通函》	金管局与证监会联合发布通函，首次允许中介机构销售虚拟资产现货与期货 ETF，并明确相关合规要求，覆盖金融分销链条
2024 年 4 月	首批虚拟资产现货 ETF 上市	6 支亚洲首批比特币、以太坊现货 ETF 上市
2025 年 2 月	SFC 发布“ASPIRe”路线图	以五大支柱为基础，“A-S-P-I-Re”（连接（Access）、保障（Safeguards）、产品（Products）、基建（Infrastructure）和联系（Relationships）），提出 12 项具体措施，包括促进市场参与，实施适应性合规和产品框架，以及结合传统金融的可靠性与区块链技术效能进行基础建设升级
2025 年 4 月	发布《有关虚拟资产交易平台提供质押服务的通函》	明确对提供质押服务的虚拟资产交易平台的监管方针，及平台应达到的标准
2025 年 6 月	特区政府发布《香港数字资产发展政策宣言 2.0》	提出“LEAP”框架，包括：优化法律监管、扩展代币化产品种类、推进应用场景及跨界合作、人才与合作伙伴发展；重申致力将香港打造成数字资产领域中全球创新中心

来源：SFC，香港金管局官网，香港特区政府官网，国金证券研究所

据香港证监会，截至 2025 年 7 月 16 日，香港共有 43 家机构获批升级“1 号牌”，支持通过综合账户进行虚拟资产交易服务；37 家机构获批升级“4 号牌”，能够就虚拟资产提供意见；42 家机构获批升级“9 号牌”，能够提供虚拟资产管理业务。持有 VATP 牌照（经营虚拟资产交易平台）的机构只有 11 家，OSL 属于其中一家，且 OSL 是首家持牌机构。目前已有盈透证券、华赢证券、胜利证券等多家券商与 OSL 达成合作。

图表17：香港虚拟资产牌照梳理

牌照	获批机构数	牌照功能
1 号牌升级	43	通过综合账户安排提供虚拟资产交易服务
4 号牌升级	37	就虚拟资产提供意见
9 号牌升级	42	管理虚拟资产投资组合
VATP 牌照	11	经营虚拟资产交易平台

来源：SFC，国金证券研究所

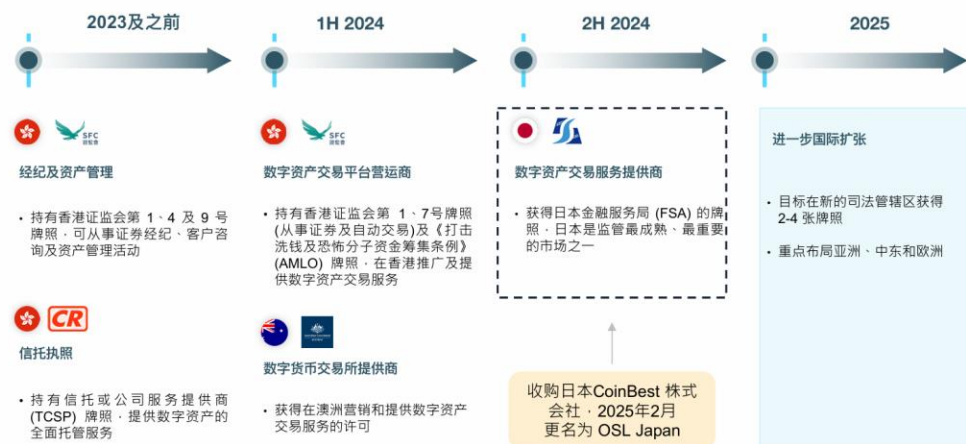
三、竞争优势：香港首个合规平台，内生增长+战略并购双轮驱动发展

3.1 香港首个合规的数字资产交易平台，合规进程领先

2020 年 12 月，OSL 获得香港证监会颁发的首个数字资产交易平台牌照，牌照类型为：第 1 类证券交易和第 7 类提供自动化交易服务。截至目前，公司已获得香港 SFC 下发的第 1、4、7 及 9 类牌照，以及《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》（AMLO）牌照，可在香港从事虚拟资产交易服务。



图表18：公司牌照获取进程



来源：公司官网，国金证券研究所

3.2 香港地区交易规模领先，为香港现货 ETF 的主要托管方

- ✓ **覆盖逾 50 家持牌券商及银行：**作为香港市场中唯一能够提供 RFQ(询价)和 Orderbook (订单簿) 全套可定制方案的平台，满足不同机构客户的个性化需求。OSL 已与超 50 家香港持牌券商及银行达成深度合作，交易量市占率领先。
- ✓ **香港现货 ETF 领先托管商：**2024 年，OSL 与华夏基金（香港）及嘉实国际资产管理有限公司合作，成功推出亚洲首批现货数字资产交易所交易基金 (ETF)。截至 2024 年 12 月 31 日，OSL 合作的 ETF 占香港数字资产现货 ETF 市场约 64% 的在管资产。2025 年 7 月 18 日，潘渡比特币现货 ETF 于香港交易所挂牌交易，OSL 担任 ETF 的子托管人，并由 OSL Exchange 提供交易执行支持。
- ✓ **代币化业务先行者：**参与香港金管局「Ensemble」沙盒计划，与华夏基金、富兰克林邓普顿等机构合作，探索基金、债券等 RWA 的代币化应用。2025 年 5 月，OSL 与蚂蚁数科达成战略合作，共建合规 RWA 代币化生态。2025 年 7 月 17 日，华夏基金（香港）推出全球首支人民币计价的代币化货币市场基金，以及美元代币化货币市场基金，构建完整代币化货币基金产品体系，OSL 为此次产品的分销提供了有力支持。

图表19：公司规模概览



来源：公司官网，国金证券研究所



3.3 新业务PayFi+交易所全球化布局，有望打开新的增长空间

2024 年 12 月，公司宣布投资最高 3000 万美元为促进 PayFi 生态系统发展。2025 年 4 月，OSL Pay 正式推出。值得注意的是，25H1，OSL Pay 实现收入 5590 万港元，占比总收入 29%，主要来自欧洲。支付服务将成为公司未来重点领域之一，涵盖出入金通道、跨境支付等。

图表20: OSL Pay 核心功能与优势

OSL Pay为机构提供安全、高效的支付基础设施：

- **双轨结算选项** – 支持法币、加密货币或混合结算，适配不同业务需求。
- **高效KYC验证** – 用户数据加密存储，可选一次性验证以简化流程。
- **多样化支付方式** – 支持Visa、Mastercard、Apple Pay、Google Pay、SEPA、PIX等。
- **全天候反欺诈** – 实时监控系统防范诈骗、退单及数据泄露。

来源：公司官网，国金证券研究所

2024 年 11 月，OSL 收购日本 CoinBest 株式会社并于 2025 年 1 月公告完成收购。2025 年 3 月，完成意大利目标公司收购，获得欧洲市场数字资产牌照。在澳洲市场，OSL AU Pty Ltd 获得由澳洲交易报告与分析中心（AUSTRAC）颁发的注册数字货币交易所牌照，为机构客户提供场外交易服务。2025 年 6 月，OSL 拟收购印尼 Evergreen Crest Holdings Ltd 以获取 Evergreen 及其附属公司持有的印尼期货经纪商牌照和加密货币交易所牌照。2025 年 6 月，OSL 拟收购 Banxa，Banxa 在全球拥有 40+牌照/注册资质（详情见图表 21）。2025 年 8 月，子公司 OSL Bermuda Limited 已正式获得百慕大金融管理局（BMA）颁发的数字资产业务 F 级全牌照。

图表21: Banxa 概览



来源：公司官网，国金证券研究所

股权融资助力新业务+全球化拓展：2025 年 7 月 25 日，公司宣布 3 亿美元的股权融资，此为亚洲数字资产领域迄今最大规模的公开股权融资。资金将用于三大核心方向：

- ✓ **支持集团战略收购**：OSL 将持续通过采取一系列战略性组合措施，积极推进全球扩张，比如筹备牌照申领、收购、生态伙伴合作与商业交易。
- ✓ **打造全新业务规划，包括支付等业务**：加速 OSL 全球业务和支付网络建设，整合法币、稳定币与主流数字资产，为机构和企业客户提供安全高效，无缝衔接的跨境支付解决方案。
- ✓ **强化集团营运资金**：为 OSL 在业务的覆盖范围与规模方面带来更强的竞争优势。



四、盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

收入端：公司主要营收构成包含数字资产市场业务和数字资产技术基础设施业务：

1) 数字资产市场业务：包括数字资产交易、自动化交易服务的交易费用、托管服务收入等，其中最主要的为数字资产交易。香港数字资产趋势正盛，叠加公司积极拓展新业务 PayFi 以及海外市场，数字资产交易有望持续增长，我们预计 2025/2026/2027 年公司交易量分别为 2211/3980/6368 亿港元，分别同比+120%/+80%/+60%。

我们采取数字资产交易收入/交易量来计算费率，预计 2025 年费率为 0.2%（基于中报费率和去年费率均值计算），2026/2027 年费率相对稳定。基于此，预计 2025/2026/2027 年公司数字资产交易收入分别为 4.3/7.8/12.1 亿港元，分别同比+64%/+80%/+56%。随着数字资产交易趋势向好，我们预计托管收入保持快速增长。

图表22：交易量及费率预测

	2023A	2024A	2025H1A	2025E	2026E	2027E
交易量（亿港元）	864.0	1005.0	682.0	2211	3980	6368
yoy		16%	200%	120%	80%	60%
费率	0.17%	0.26%	0.15%	0.20%	0.20%	0.19%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

2) 数字资产技术基础设施业务：主要来源为 SaaS 服务费用（25H1 包含部分 OSL Pay，2025-2027 年预测把 OSL Pay 单独列出）。我们预计 2025/2026/2027 年 SaaS 收入分别为 9100/2730/2460 万港元，分别同比-1%/-70%/-10%，2025 年预测值较高主要由于上半年部分 OSL Pay 确认在 SaaS 收入里。

综上，我们预计公司 2025/2026/2027 年总营收分别为 6.6/11.9/18.1 亿港元，分别同比+77%/+79%/+52%。

图表23：分业务营收预测（单位：百万港元）

	2023A	2024A	2025H1A	2025E	2026E	2027E
数字资产市场业务：						
数字资产交易	144.8	263.1	100.5	431.1	776.1	1209.9
yoy		82%	51%	64%	80%	56%
数字资产公平值亏损/收益净额	2.8	-0.5	-6.2	2.0	1.5	1.0
自动化交易服务的交易费用	9.4	7.5	3.3	9.0	11.7	15.2
yoy		-20%	-22%	20%	30%	30%
托管服务收入	6.4	9.6	5.6	12.4	17.4	25.2
yoy		50%	17%	30%	40%	45%
其他收入（2025-2027 年包括 OSL Pay）	0.0	3.5	1.4	119.0	357.0	535.5
yoy			/	3327%	200%	50%
数字资产技术基础设施业务：						
SaaS 服务费用及相关	17.8	91.6	90.9	91.0	27.3	24.6
yoy		415%	259%	-1%	-70%	-10%
总收入	251.8	374.7	195.4	664.6	1191.0	1811.4
yoy		49%	58%	77%	79%	52%

来源：公司公告，国金证券研究所

成本费用端：今年以来，公司拓展新业务（PayFi）+全球化布局，导致 1) 费用及佣金开支发生结构性变化，故我们基于 25H1 该成本费用占收比来预测未来趋势，预计 2025/2026/2027 年费用及佣金开支占收比分别为 13%/11%/9%；2) 员工成本较大幅度增加，后续或将趋于稳定占比，我们预计 2025/2026/2027 年员工成本占收比分别为 60%/53%/50%。



我们预计公司其他成本费用占收比相对保持稳定。

图表24：成本和费用预测（单位：百万港元）

	2023A	2024A	2025H1A	2025E	2026E	2027E
费用及佣金开支	20.5	9.7	26.7	84.1	126.9	156.8
占比营收	8%	3%	14%	13%	11%	9%
员工成本	185.3	195.9	146.9	400.4	626.8	905.7
占比营收	74%	52%	75%	60%	53%	50%
资讯科技成本	44.6	33.0	24.5	71.0	116.1	185.1
占比营收	18%	9%	13%	11%	10%	10%
摊销及折旧	39.0	24.5	10.5	30.8	55.2	84.0
占比营收	15%	7%	5%	5%	5%	5%
其他经营开支	106.9	97.0	65.0	185.8	320.6	487.6
占比营收	42%	26%	33%	28%	27%	27%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

利润端：基于以上收入和成本费用假设，我们预计公司 2025/2026/2027 年净利润分别为 -0.4/-0.2/0.3 亿港元。

4.2 投资建议

我们选取与公司同类型的上市交易所 Coinbase、Robinhood 作为可比公司，行业 2025/2026 年平均 PS 为 18X/15X。考虑到 Robinhood 业务多样性享有更高估值，我们给予 OSL 集团 2026 年 13X PS，对应目标价为 21 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表25：估值对比

代码	公司名称	市值（亿美元/ 亿港元）	收入（BBG一致预期）					PS				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
COIN	Coinbase	840	31.08	65.64	73.52	84.94	88.77	13	9	11	10	9
HOOD	Robinhood	1020	18.65	29.51	41.42	49.78	55.89	6	11	25	20	18
平均值										18	15	14
863.HK	OSL集团	114	2.52	3.75	6.65	11.91	18.11	25	12	17	10	6

来源：BBG、国金证券研究所（注：市值截至 9.15，美股市值单位为亿美元，港股为亿港元，美股收入单位为亿美元，港股收入单位为亿港元）

五、风险提示

- 1) 政策不确定性：若未来监管趋严，OSL 集团在业务范围、运营模式等方面可能受限，影响其业务拓展与盈利能力。
- 2) 虚拟资产价格波动：虚拟资产价格波动较为剧烈。若比特币、以太坊等主流虚拟资产价格大幅下跌，OSL 集团交易业务量或将下滑从而冲击整体盈利水平。
- 3) 行业竞争加剧：虚拟资产服务领域竞争激烈，不断有新玩家。其他平台入局或将瓜分公司市占率。



附录：三张报表预测摘要

损益表(港币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	116	210	375	665	1,191	1,811
增长率	-67.1%	81.1%	78.6%	77.3%	79.2%	52.1%
主营业务成本	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	56	21	10	84	127	157
%销售收入	48.2%	9.8%	2.6%	12.7%	10.7%	8.7%
管理费用	-56	185	196	400	627	906
%销售收入	-48.2%	88.3%	52.3%	60.3%	52.6%	50.0%
研发费用	0	45	33	71	116	185
%销售收入	0.0%	21.2%	8.8%	10.7%	9.7%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	-528	-251	40	-55	-33	16
%销售收入	-456.1%	-119.5%	10.8%	-8.3%	-2.7%	0.9%
财务费用	21	1	-16	-13	-14	-15
%销售收入	17.7%	0.5%	-4.2%	-2.0%	-1.2%	-0.8%
投资收益	-21	-24	-7	-7	-7	-7
%税前利润	3.8%	9.4%	-12.6%	16.6%	37.7%	-23.4%
营业利润	116	-185	47	-45	-25	22
营业利润率	100.0%	-88.2%	12.6%	-6.8%	-2.1%	1.2%
营业外收支						
税前利润	-549	-252	56	-42	-19	31
利润率	-473.8%	-120.0%	14.9%	-6.3%	-1.6%	1.7%
所得税	1	-2	1	-1	0	1
所得税率	-0.2%	0.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润	-550	-250	55	-41	-18	30
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-550	-270	47	-41	-18	30
净利率	n.a	n.a	12.5%	n.a	n.a	1.7%

现金流量表(港币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-550	-270	47	-41	-18	30
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	33	90	-33	11	9	8
非经营收益						
营运资金变动	619	-571	-359	121	340	401
经营活动现金净流	171	-686	-320	143	377	481
资本开支	-2	0	-3	-15	-15	-15
投资	7	0	0	-10	-10	-10
其他	10	6	6	-10	-8	-6
投资活动现金净流	15	6	3	-35	-33	-31
股权募资	0	0	714	0	0	0
债权募资	-103	-67	-17	0	0	0
其他	-21	-14	-2	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	-124	-81	696	-1	-1	-1
现金净流量	62	-761	379	111	347	452

资产负债表(港币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,009	219	635	746	1,093	1,545
应收款项	75	38	31	54	97	148
存货	1,061	824	656	656	656	656
其他流动资产	106	283	177	314	563	856
流动资产	2,251	1,363	1,499	1,770	2,409	3,205
%总资产	89.5%	94.6%	80.4%	83.9%	88.4%	91.4%
长期投资	23	16	16	16	16	16
固定资产	92	10	21	23	25	26
%总资产	3.7%	0.7%	1.1%	1.1%	0.9%	0.7%
无形资产	73	38	289	250	217	189
非流动资产	263	78	365	339	317	300
%总资产	10.5%	5.4%	19.6%	16.1%	11.6%	8.6%
资产总计	2,514	1,441	1,864	2,109	2,726	3,505
短期借款	75	17	52	52	52	52
应付款项	23	5	0	1	1	1
其他流动负债	1,670	1,023	516	798	1,429	2,174
流动负债	1,767	1,046	569	850	1,482	2,227
长期贷款	64	0	7	7	7	7
其他长期负债	23	0	4	4	4	4
负债	1,855	1,046	579	861	1,493	2,238
普通股股东权益	672	412	1,293	1,256	1,242	1,276
其中：股本	4	4	6	6	6	6
未分配利润	678	418	1,291	1,254	1,240	1,274
少数股东权益	-13	-17	-9	-9	-9	-9
负债股东权益合计	2,514	1,441	1,864	2,109	2,726	3,505

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-1.28	-0.58	0.09	-0.06	-0.02	0.04
每股净资产	1.53	0.94	2.06	1.70	1.68	1.73
每股经营现金净流	0.39	-1.57	-0.51	0.19	0.51	0.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-81.83%	-65.52%	3.61%	-3.25%	-1.48%	2.38%
总资产收益率	-21.87%	-18.72%	2.51%	-1.94%	-0.68%	0.86%
投入资本收益率	-66.27%	-60.31%	2.94%	-4.12%	-2.48%	1.17%
增长率						
主营业务收入增长率	-67.09%	81.14%	78.59%	77.34%	79.21%	52.09%
EBIT 增长率	-59.47%	52.53%	116.08%	-236.29%	40.43%	148.18%
净利润增长率	-48.94%	50.95%	117.31%	-187.47%	54.91%	264.57%
总资产增长率	-52.37%	-42.70%	29.36%	13.14%	29.28%	28.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	223.3	21.5	4.0	4.0	4.0	4.3
存货周转天数	—	—	—	—	—	—
应付账款周转天数	—	—	—	—	—	—
固定资产周转天数	383.5	87.8	15.0	12.0	7.3	5.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-128.37%	-50.95%	-44.56%	-54.76%	-83.52%	-116.94%
EBIT 利息保障倍数	-23.6	-33.0	17.0	-44.2	-26.3	12.7
资产负债率	73.78%	72.58%	31.09%	40.84%	54.76%	63.84%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究