

# OSL集团 (0863. HK): 合规牌照铸就壁垒, 全业务生态与全球化并购 驱动增长

Analyst: Robin Chen

Tel: +852-3982 3212

M: chenrobin@dwzq.com.hk

2025.10.27

# 免责声明

本报告仅供东吴证券国际经纪有限公司（以下简称“东吴证券国际”或“本公司”）的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），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。于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券国际同意，并注明出处为东吴证券国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券国际评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东1号太古广场3座17楼

Tel电话：(+852) 3983 0888（公司）(+852) 3983 0808（客户服务）

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

## 投资亮点

- **合规牌照壁垒深厚，机构业务先发优势显著。** OSL集团作为多地区全品类合规资质的数字资产平台，已覆盖香港SFC第1/4/7/9类牌照、欧盟VASP注册、日本FSA许可、澳洲交易所牌照等超50项全球资质；在监管趋严的行业环境下，持牌优势成为吸引传统金融机构合作的核心门槛。目前其机构客户已覆盖香港主流持牌券商，为华夏基金等头部资管机构提供质押/托管服务，OTC市场龙头地位稳固，机构业务收入占比持续提升，形成难以复制的差异化竞争壁垒。
- **业务生态闭环成型，支付打开第二增长曲线。** 集团已构建全链条服务生态，从早期核心的数字资产交易，延伸至OSL Pay、OSL BizPay等支付解决方案，以及StableX稳定币发行、Tokenworks RWA代币化平台，产品矩阵覆盖机构与零售、企业多客群。新业务与传统交易业务协同，驱动收入结构向多元化服务转型。
- **全球化并购提速，新兴市场布局抢占增量红利。** OSL集团通过“战略并购+本地化运营”快速拓展全球版图，2025年收购日本CoinBest、印尼Evergreen Crest、加拿大Banxa等标的，快速获取东南亚、北美核心市场牌照与客户资源。同时集团持续推进中东等新兴市场牌照申请，借助“成熟市场合规经验+新兴市场增量空间”的组合，在全球数字资产渗透率不足5%的背景下，提前卡位高潜力区域，为长期营收增长提供地理支撑。
- **盈利预测：** 我们认为OSL集团将继续巩固在场外交易服务市场的领先地位，同时通过拓展新客户及重启存量客户来获取市场份额；我们预计公司交易量快速增长的同时、Takerate总体保持稳定，2025-2027年数字资产交易收入分别同比增长23.1%/58.9%/27.8%。同时，OSL Pay作为长期战略业务，将助力集团构建从资产发行、交易到支付的全链条服务能力，强化在合规数字金融领域的头部地位；我们预计OSL Pay交易量爆发式增长的同时、Takerate小幅下降，2026-2027年OSL Pay收入分别同比增长122.8%/70.0%。整体来看，我们预计2025-2027年公司实现收入6.9/11.8/17.1亿元，同比增长78%/76%/45%；经营业务利润-0.57/-0.41/0.54亿元，归母净利润-0.56/-0.42/0.46亿元。
- **估值：** 我们选取Coinbase、Robinhood和Circle作为可比公司，2025/2026年行业平均P/S为17.2x/15.4x。我们认为公司处于快速发展期，且高增速与加密货币市场波动关联度较低；2026年收入实现快速增长的同时，数字资产交易和OSL Pay收入占比显著提升，因此给予16x P/S，对应2026年188亿港元目标市值，以15%要求回报率折现至2025年底后，我们计算公司整体合理估值约164亿港元，给予2025年底目标价20.6港元。
- **风险提示：** 数字资产价格剧烈波动风险、全球监管政策差异与调整风险、并购标的整合不及预期风险、支付业务合规与流动性风险。

# 目录

SCS HK Research

- A. 发展历史
- B. 股权结构和管理团队
- C. 数字资产：宏观趋势重塑行业，合规平台迎新机遇
- D. 全牌照、一站式数字资产服务生态体系
- E. 构建下一代全球金融基础设施
- F. 盈利预测与估值



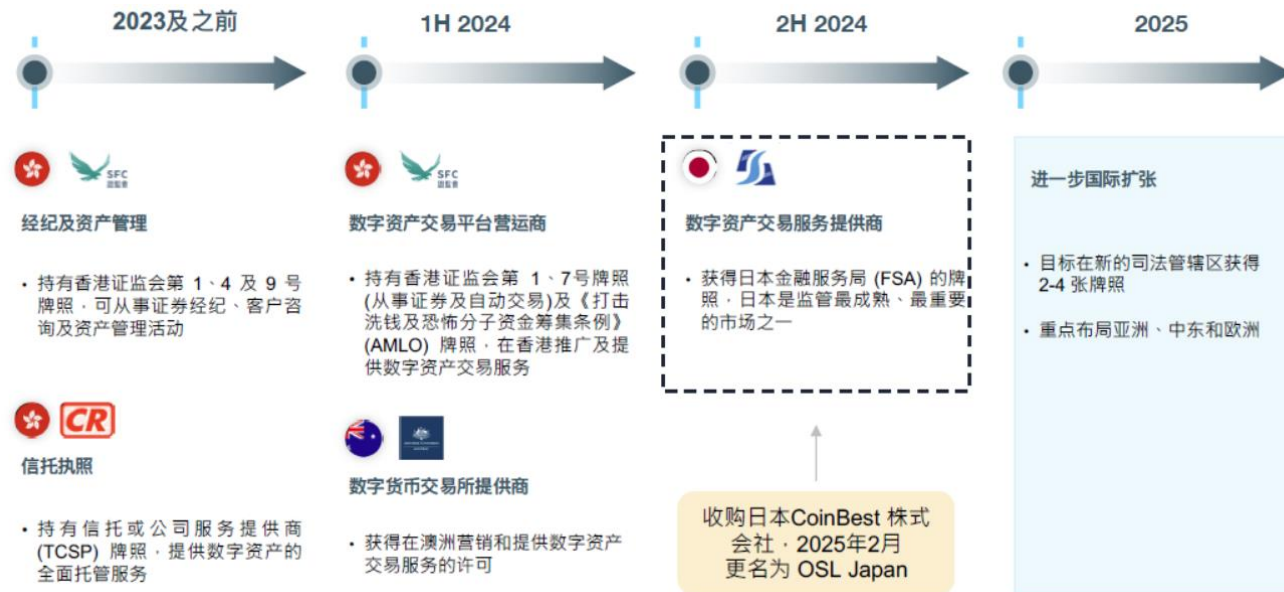
## A. 发展历史

---



## “合规化 + 全球化”为主线，内生增长与外延拓展并行

- 2018年，启动数字资产业务，推出OSL数字交易平台。
- 2019年，更名为“BC科技集团有限公司”，并推出亚洲首个具备保险保障的数字资产托管服务，完成业务整合升级。
- 2020年，获香港SFC第1、7类牌照，成为全球首家兼具SFC牌照、上市地位、保险保障及四大审计的平台。
- 2023年，获BGX 7亿港元战略投资，同年获SFC批准开展数字资产零售交易，并新增第4、9类牌照，覆盖区块链、AI及Web3技术产品。
- 2024年，更名为“OSL集团有限公司”、纳入MSCI香港指数，并获得香港AMLO及澳洲数字货币交易所牌照。
- 2025年起加速全球化，完成日本CoinBest、意大利Saintpay收购，推出OSL Pay与全球交易所，获得百慕大BMA牌照，拟收购Banxa及印尼Evergreen Crest股权，业务拓展至法币兑换、ETH质押等多元领域。



## B. 股权结构和管理团队

---



## 核心管理团队经验丰富，获多家知名投资机构支持

- 公司股权相对分散，大股东持股近30%。截至2025年半年报，刘帅/BGX持有公司29.95%的股权，其余股东持股比率均小于5%。
- 集团核心管理团队行业经验丰富，多元专业背景为集团业务发展提供全方位支撑。CEO崔崧在Web 2.0和Web 3.0领域拥有超20年经验，曾于Bybit、房多多和Google等企业担任高级领导职务，期间深度统筹工程建设、产品管理及各类创新计划，其跨平台的技术与管理积淀可直接赋能集团数字资产相关业务的战略落地。CMO陈德荣在营销、品牌塑造和广告领域深耕20余年，职业生涯中凭借出色的专业能力多次斩获国际广告大奖，且在FUTU、华为任职期间，聚焦品牌推广策略制定与用户成长体系搭建，将为集团品牌破圈与用户规模扩张提供成熟方法论。CFO黄冠文则在投资银行、策略性投资及科技业积累逾十七年经验，加入集团前，曾于摩根士丹利亚洲有限公司、蚂蚁集团及波士顿顾问公司等机构任职，丰富的跨领域金融与战略经验，可有效保障集团资本运作、投资决策及财务规划的专业性与稳健性。



崔崧  
首席执行官

超过20年经验



张英华  
首席商务官

超过20年经验



陈德荣  
首席营销官

超过20年经验



黄冠文  
首席财务官

超过15年经验



云成  
首席技术官

超过15年经验



Marc Newman  
首席信息安全官

超过15年经验



刁家骏  
执行董事及  
法规事务主管

超过20年经验



苏国欣  
法务及合规主管

超过20年经验



知名投资者: VanEck®



### C. 数字资产：宏观趋势重塑行业，合规平台迎新机遇

---



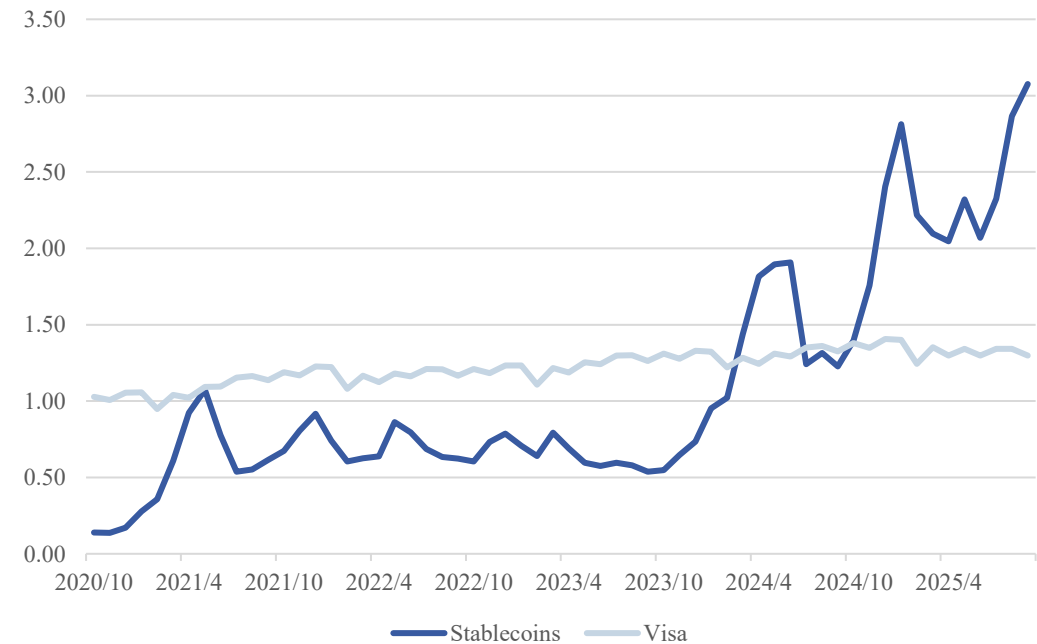
## 比特币历史新高，稳定币成为颠覆性应用场景

- 货币政策宽松、机构配置加码，比特币持续创历史新高。随着美联储政策转向、市场流动性显著改善，大量新增流动性涌入加密市场；同时，机构需求形成结构性支撑，持续净流入比特币ETF，2025年机构累计购币量远高于新币供应，供需失衡加剧。
- 合规化推进叠加多元场景需求爆发，稳定币交易量超越传统支付巨头。Artemis数据显示，2024年起稳定币月度交易量已超越VISA，目前总市值已接近3000亿美元。增长动力主要来自三方面：1) 机构采用深化，头部资管机构发行基于主流稳定币结算的代币化基金，传统金融将其视为“链上现金”；2) 场景需求扩容，在新兴市场跨境支付成本显著低于传统渠道、时效大幅缩短，DeFi锁仓量明显增长带动交易需求；3) 技术优化，部分公链实现低手续费甚至零手续费转账，显著提升用户使用意愿。

图：比特币价格持续创新高（美元）



图：稳定币交易量超越VISA（万亿美元）

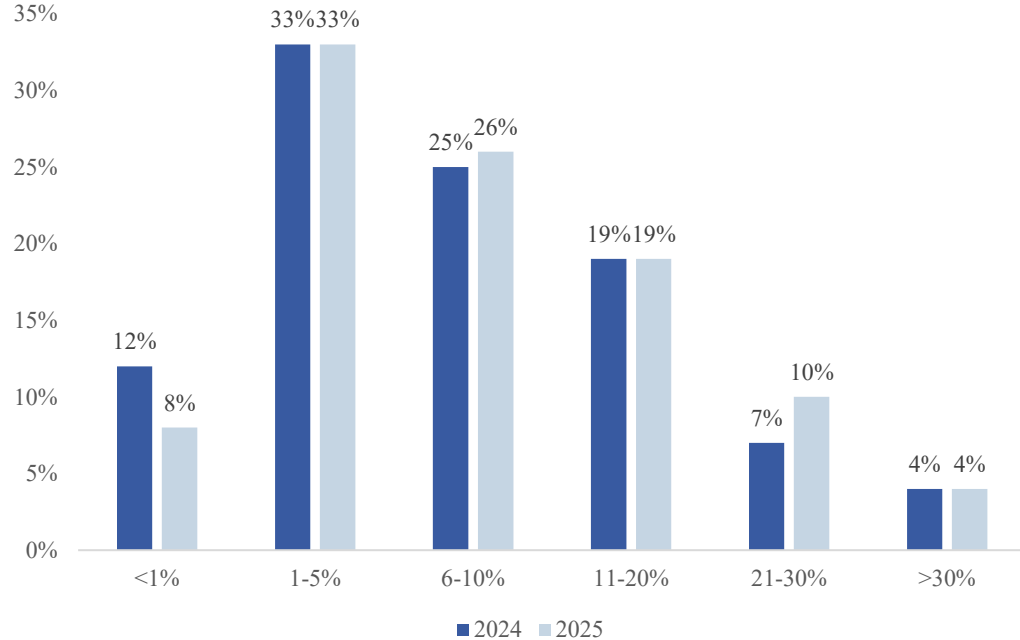




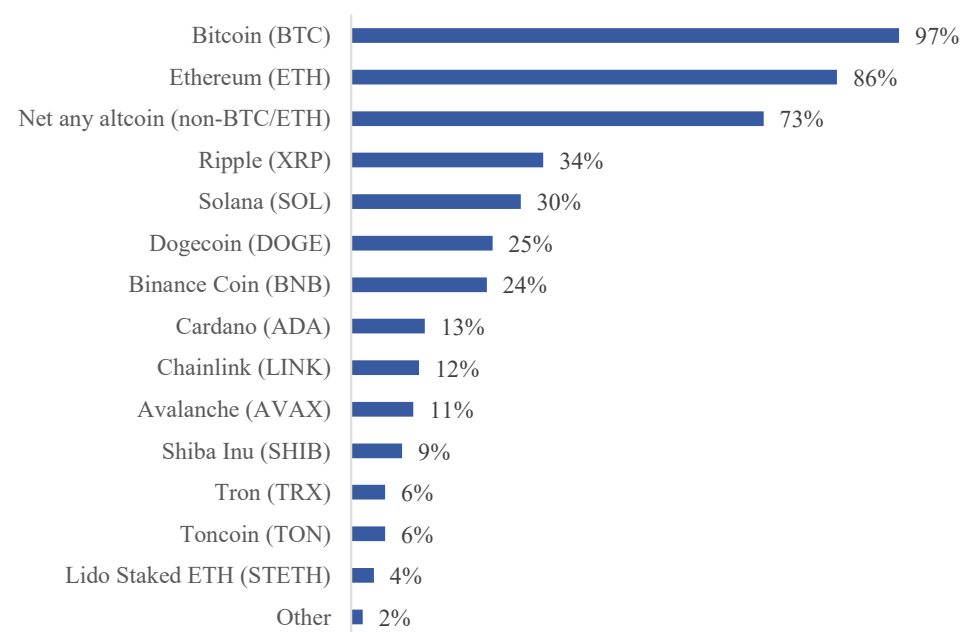
## 机构踊跃参与，数字资产成为重要战略资产类别

- **机构踊跃参与，配置规模显著扩容。**据安永与Coinbase联合发布的2025年机构投资者数字资产调查，超八成受访机构在2024年已增加数字资产及相关产品配置，且这一增配趋势计划将会延续。同时，配置规模显著扩容，近六成机构拟在2025年将AUM的5%+投向加密货币，其中美国地区机构与对冲基金的配置意愿尤为突出。尽管监管透明度与市场波动性仍是全球投资者的核心顾虑，但新兴的监管明晰化已被公认为行业增长的首要催化剂，为机构加大投入奠定基础。同时，资产配置结构更趋多元，超七成机构当前持有比特币、以太坊之外的一种或多种数字资产，其中对冲基金持有比例高达八成。
- **DeFi、稳定币等新兴领域呈爆发式增长，利好合规渠道平台。**调查显示，六成投资者倾向通过ETP等注册金融工具参与加密市场，且对多元化指数基金、美国永续期货等创新产品兴趣浓厚，反映出机构对合规性与工具成熟度的重视。同时，新兴领域布局加速，当前仅两成多机构参与DeFi，但未来两年这一比例预计将翻倍至七成以上；此外，超五成机构对代币化资产投资感兴趣，尤其青睐另类基金，旨在通过这类新兴资产实现投资组合多元化。

图：近六成机构拟在2025年将AUM的5%+投向加密货币



图：超七成机构当前持有比特币、以太坊之外的一种或多种数字资产





## 监管趋势逐渐明朗，利好合规交易所发展

- 监管框架逐渐明朗，政策确定性刺激机构加速布局。** 香港通过ASPIRe与LEAP计划锚定全球数字资产枢纽定位，路线图涵盖质押开放、流动性吸引等12项举措，叠加稳定币立法及VATP牌照质押服务审批机制，已吸引多家持牌机构落地，成为合规创新标杆。美国《GENIUS法案》确立稳定币100%流动资产支持、发行主体资质等核心规则，赋予用户破产优先清偿权，明确法律边界、以规避重复监管。政策确定性下机构加码投资，灰度、贝莱德等资管巨头加速布局数字资产市场。
- 跨区域监管协同发力，合规交易所抢占市场先机。** 欧盟MiCA法案实现27国监管统一，通过“单一牌照”降低跨国合规成本，以分类监管明确服务提供商资质与储备规则；同时，新加坡推进资产代币化进程、日本强化稳定币监管，全球监管共识正逐步形成。在此背景下，不合规平台加速退出，而持有多地区牌照的交易所可依托监管背书吸引机构资金，拓展质押、代币化资产等合规业务，实现差异化竞争。

|       | 香港           | 美国             | 欧盟           |
|-------|--------------|----------------|--------------|
| 监管逻辑  | 合规与创新平衡，服务实体 | 联邦主导，强化美元霸权    | 消费者保护优先，抑制滥用 |
| 稳定币核心 | 多币种储备，支持跨境支付 | 100%美元/美债，禁止算法 | 分类监管，欧元稳定币优先 |
| 机构参与  | 传统金融与科技合作    | 银行主导，科技公司受限    | 合规交易所与银行主导   |
| 市场影响  | 亚洲资本流入，RWA枢纽 | 机构资金集中，DeFi受限  | 市场整合加速，成本上升  |

#### D. 全牌照、一站式数字资产服务生态体系

---



# 需求快速扩容，收入显著增长

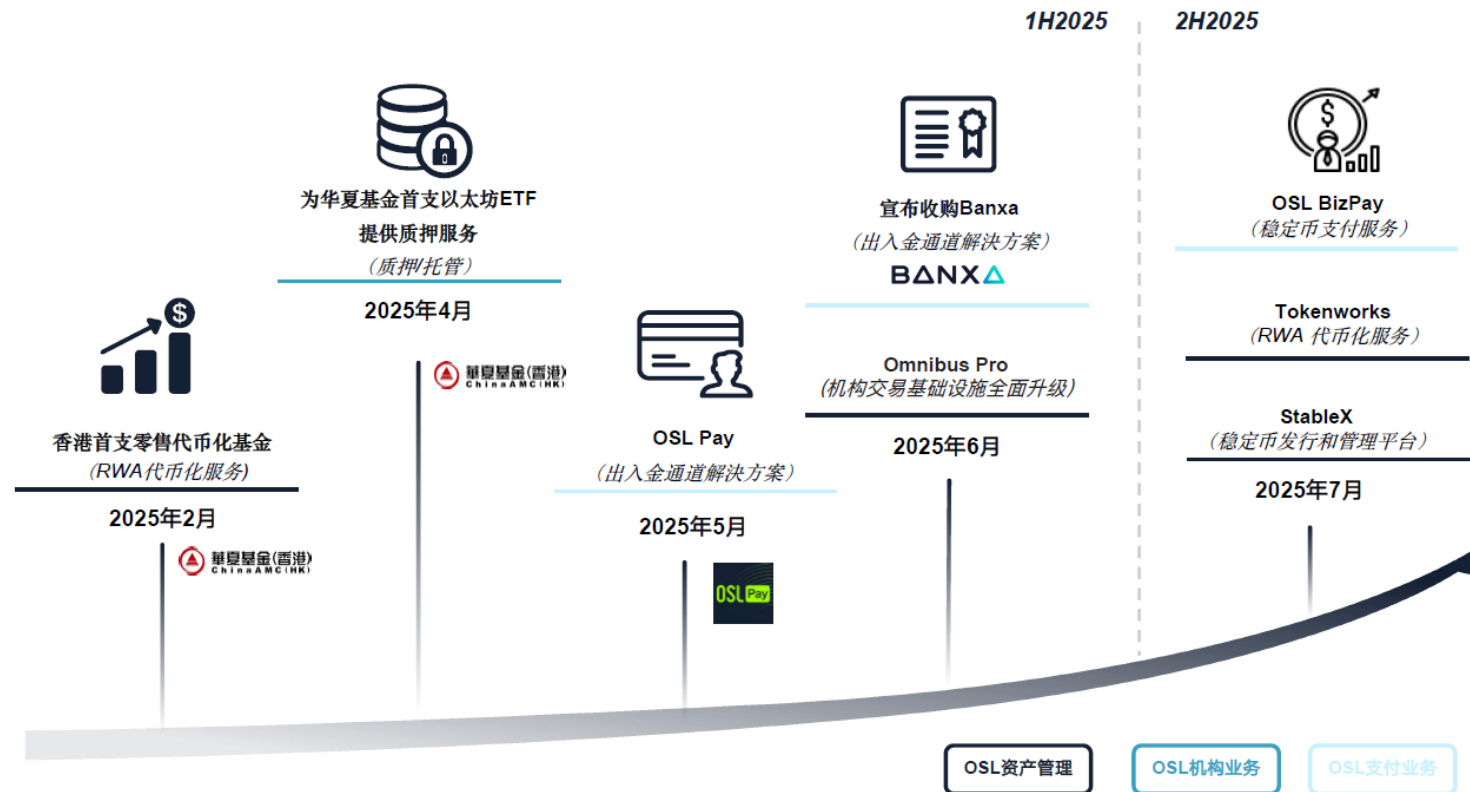
- 收入显著增长，OTC需求与SaaS业务快速扩容。2025H1集团实现收入1.95亿港元，同比增长57.9%；剔除币价影响后，实现Non-IFRS收入1.89亿港元，同比增长187.3%，主要得益于场外交易业务的需求释放，以及SaaS服务费用与相关收入的快速扩容，短期增长动能强劲。公司收入可拆分为数字资产市场业务和数字资产技术基础设施业务，其中：
- 数字资产市场业务作为集团核心支柱，持续实现高增。该业务收入主要来源于平台数字资产交易客户的交易佣金、费用、交易价差，以及账户管理费，核心产品涵盖场外交易、智能询价、交易所及托管服务，形成全链条交易服务能力。2024年数字资产市场业务实现收入1.63亿港元，同比增长73.3%，业务规模快速扩张的同时，也反映出市场对其合规交易服务的认可，巩固了集团在数字资产交易领域的竞争地位。
- 数字资产技术基础设施业务快速增长，SaaS服务成核心增长引擎。该业务收入结构以经常性服务费、专业服务费、系统实施费用，及客制化收入的分成模式为主，核心产品聚焦SaaS服务，主要服务于金融机构等B端客户。业绩层面，2024年数字资产技术基础设施业务实现收入0.92亿港元，同比增长414.9%，SaaS服务的可复制性与客户拓展效率提升，为集团收入增长提供了多元化支撑。

| 业务板块     | 服务内容                                    |
|----------|-----------------------------------------|
| 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               |
| 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               |
| 资产管理业务   | 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 |
| 支付业务     | 出入金；跨境支付服务                              |



## 多元化创新升级产品组合，向专业化、一体化迈进

- **聚焦基础服务补位与创新，构建核心业务支撑。**2025年集团产品落地节奏显著加快：2月推出香港首支零售代币化基金，切入RWA赛道，依托端到端解决方案覆盖发行、托管与分销全链条；4月为华夏基金首支以太坊ETF提供质押与托管服务，深化与传统资管机构的合规合作；5月推出OSL Pay出入金解决方案，主打跨境支付即时处理优势，弥补传统银行结算效率短板；6月宣布拟收购Banxa，通过整合其支付基础设施强化全球法币通道能力。
- **针对性升级机构服务能力，基础设施向专业化、一体化迈进。**2025年6月，集团正式推出Omnibus Pro，实现机构交易基础设施全面升级。该产品对标市场成熟机构服务模式，依托集团香港SFC全牌照及多地区合规资质，为持牌券商、资管机构等提供涵盖交易、托管、交割的一揽子解决方案，可有效满足机构对流动性聚合、API接口稳定性及合规风控的核心需求。Omnibus Pro的落地进一步完善了机构服务矩阵，有望提升对香港及全球专业投资者的吸引力。





## OSL Pay助力全球企业轻松管理加密货币出入金

- 欧洲市场认可度高，OSL Pay推出后迅速成为收入增长支柱。作为集团支付基础设施分支，OSL Pay在2025年4月推出后即贡献25H1总营收的28.6%，收入主要来源于欧洲市场，短期内实现规模化突破，印证其对机构客户加密货币出入金需求的精准满足。该产品核心定位为“持牌合规+无缝流转”，聚焦填补传统金融与数字资产领域的支付断层，目前已成为集团连接全球客户、拓展国际业务的关键抓手，为后续业务扩张奠定基础。
- 三大核心优势构建差异化竞争壁垒，匹配机构与企业客户核心诉求。安全层面，其持有VASP牌照且由集团背书，依托上市公司合规体系与监管对接能力，全面保障交易安全合规；效率层面，连接全球50+流动性渠道与10+顶级流动性提供商，实现实时结算与极低滑点交易，同步提供业内具有竞争力的定价；服务层面，支持按客户业务需求定制集成方案，配备1对1账户管理团队提供专属支持，灵活适配不同规模企业的接入与运营需求。
- 定位综合金融服务生态平台，衔接集团整体发展蓝图。集团将OSL Pay定位为长期战略业务，计划从当前合规出入金解决方案，逐步升级为涵盖数字资产信用卡发行的综合金融服务商，实现“支付—消费—金融”场景闭环。这一规划既贴合全球数字资产支付需求增长趋势，也与集团多元化产品组合形成协同，助力构建从资产发行、交易到支付的全链条服务能力，强化在合规数字金融领域的头部地位。



### 安全合规，值得信赖

持有VASP牌照,由OSL强力背书,全面保障每一笔交易安全合规。



### 领先价格，实时结算

连接全球50+流动性渠道，极速结算，享受业内竞争力价格。



### 专属服务，灵活对接

按你的业务需求量身集成，专业团队随时为你提供支持。



## 积极响应机构客户需求，构建全链条合规服务体系

- **推出Omnibus Pro积极响应机构客户需求，巩固行业先发优势。**随着香港迅速崛起成为全球数字资产中心、超40家金融机构升级证监会牌照布局数字资产领域，集团精准响应市场需求，推出一站式全面整合平台Omnibus Pro，满足机构客户需求的同时，持续扩大客户基础。此外，集团整合三大核心能力形成机构服务闭环：托管服务依托机构级安全标准、多层加密防护及受监管投保体系，保障企业与机构资产安全；API交易通过全仓解决方案实现合规交易与托管服务无缝接入，适配机构可扩展运营需求；Tokenworks模块则提供RWA代币化、托管及全球分销服务，降低传统资产上链门槛。
- **三大旗舰产品落地，构建稳定币全链条合规服务体系。**7月底OSL集团宣布推出三款稳定币新产品，包括StableX、Tokenworks及OSL BizPay，三大产品精准覆盖不同场景需求：StableX聚焦金融机构稳定币业务，提供从合规发行到安全托管的全流程支持，依托OSL VATP全球交易所网络与OSL Pay跨境支付网络实现场景快速渗透；Tokenworks作为一体化代币化平台，集成智能合约部署、监管对接、多市场分销等功能，借助集团牌照及海外持牌资源，联动香港头部券商与欧洲平台实现资产全球流通，且与Fireblocks等技术方深度合作保障基础设施安全可扩展；OSL BizPay 面向企业客户提供加密收款、打款等全流程支付方案，兼容USDT、USDC等主流稳定币与各类钱包，解决企业加密交易便捷性需求。三者协同形成从资产创设到流通使用的闭环服务，构建“稳定币发行—资产代币化—企业支付”全链条合规服务体系。



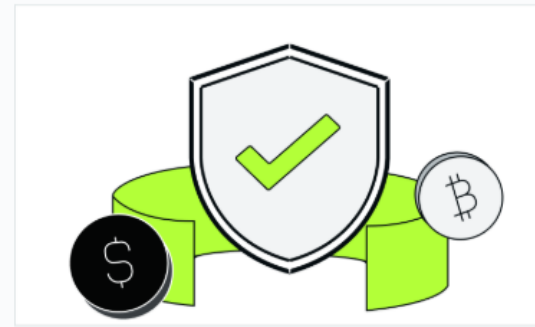
### 托管服务

为机构及企业数字资产提供受监管、投保托管的专业服务，配备机构级安全标准、多层加密防护与企业级运营管控。



### API 交易

通过 API 全仓解决方案，为您的平台无缝接入合规数字资产交易及受保险托管的资产管理服务，助您为用户提供安全、合规、可扩展的资产管理体验。



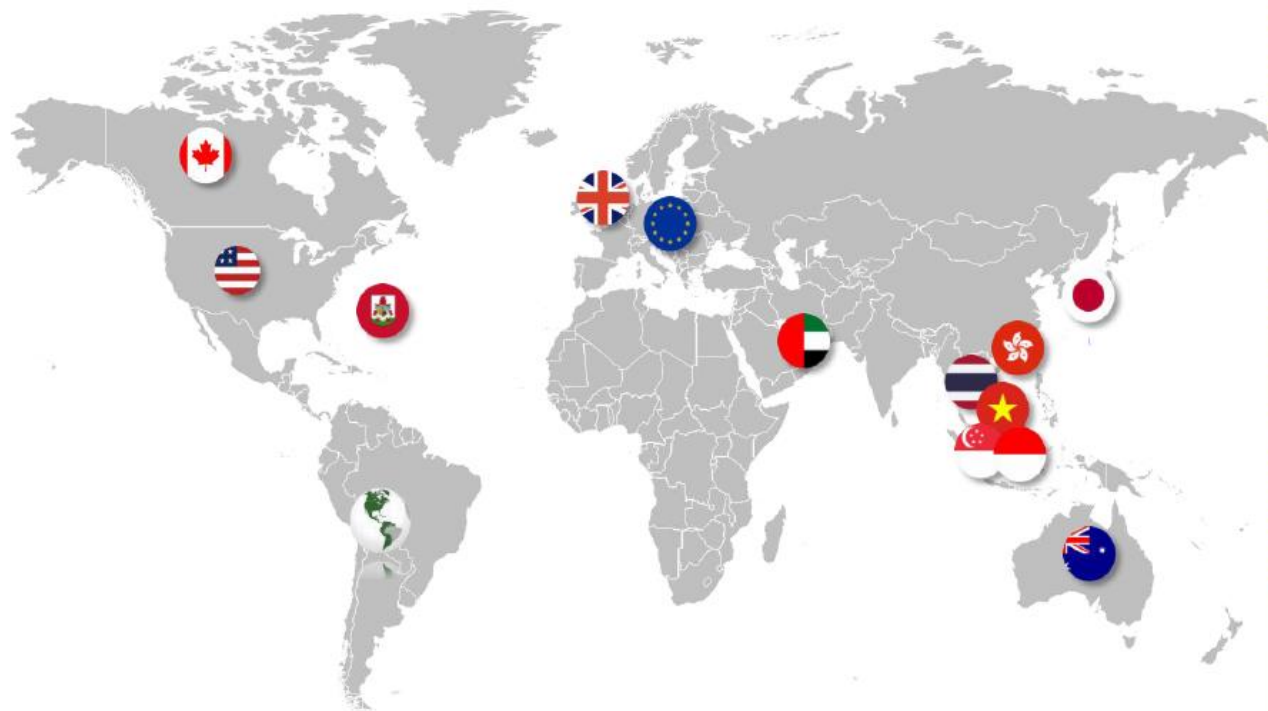
### Tokenworks

一站式合规平台，专为现实世界资产（RWA）提供代币化、托管与全球持牌网络分销服务。



## 双轮驱动，全球牌照布局

- “战略并购+自主申领”双轮驱动，实现全球牌照布局。2025年集团通过精准并购快速填补区域空白：3月收购意大利Saintpay S. R. L. 获取VASP注册资质，为OSL Pay欧洲出入金业务奠定基础；6月宣布收购加拿大上市公司Banxa，其持有的超40项全球牌照将覆盖100多个国家和地区，成为集团全球化的核心基础；同期宣布收购印尼EvergreenCrest，锁定当地现货与衍生品交易牌照，预计下半年完成交割以切入东南亚市场。自主申领方面，8月获百慕大全功能牌照，获授权开展交易、托管、借贷等全套数字资产业务，依托当地税收优惠与稳定监管环境、构建全球业务枢纽。叠加日本、澳洲已持牌照，集团合规版图实现关键区域全覆盖。



>50 个牌照 /  
注册资质<sup>(1)</sup>



>10 个地区<sup>(1)</sup>

### 已获得牌照/注册资质：



#### 香港

- 《证券及期货条例》下(SFO)牌照 (1,4,7,9号牌)
- 《打击洗钱条例》下(AMLO)牌照
- 信托或公司服务提供者(TCSP)牌照



#### 澳洲

- 数字货币交易提供商



#### 日本

- 加密资产交易服务提供商



#### 欧盟 - 意大利

- 虚拟资产服务提供商(VASP)



#### 百慕大

- F 类数字资产业务牌照(BMA)

### 正在通过收购获得中的牌照/注册资质<sup>(1)</sup>：

印尼、欧盟、英国及北美

### 在进行中 / 规划阶段：

欧盟、中东及其他新兴市场



## 收购Banxa，整合全球出入金通道网络

- **收购Banxa加速全球扩张，快速补全全球合规通道短板。** Banxa作为加拿大创业板上市公司及全球领先的加密出入金服务商，持有的40+项核心牌照/注册资质覆盖欧盟、英国、澳洲、北美等关键市场，与OSL在欧洲/北美等区域的业务扩张需求匹配。此次收购可将OSL的全球合规覆盖范围从亚洲、百慕大延伸至欧美成熟市场，为出入金服务全球化、机构客户跨区域拓展奠定基础。
- **客户基础与业务规模高度协同，生态资源与交易数据快速反哺。** Banxa 2024财年实现收入2.06亿美元，24Q4总交易量达1.41亿美元，具备成熟的业务变现能力；客户群涵盖主流Web3应用程序与钱包，与OSL的机构客户矩阵形成互补，可推动双方用户交叉转化。同时，Banxa已跑通多币种出入金流程，可直接整合进OSL Pay体系，减少重复技术研发成本，加速OSL全球支付网络的落地效率。
- **飞轮效应明确，多环节协同反哺整体业务增长。** Banxa的牌照优势可强化OSL的全球出入金通道能力，支持更多区域客户的法币&加密货币兑换需求；通道完善将驱动OSL交易平台的交易量增长，提升佣金与费用收入；交易量提升进一步扩大客户覆盖范围（尤其Web3 C端与中小机构客户），形成用户规模效应；而客户与业务规模的扩大，又可支撑OSL在中东等新兴市场申请更多牌照，反向完善牌照网络，最终形成“牌照—通道—交易量—客户”闭环增长飞轮。



## E. 构建下一代全球金融基础设施

---



## 建构未来数字资产经济的核心基础设施

- “合规—安全—流动性”为核心，构建下一代全球数字资产基础设施。合规层面，集团已实现全球主要核心市场牌照覆盖，包括香港、日本、澳大利亚、欧盟等，同时推进多个新增牌照与注册资质的申请与规划，为业务全球化提供合规基础；安全层面，聚焦机构级数字资产托管服务，通过多重签名与HSM硬件安全模块双重技术保护私钥，同步提供链上审计及AML/CFT合规报告，满足监管与机构客户对资产安全的核心诉求；流动性层面，集团汇合全球领先的流动性提供商，具备机构级流动性接入能力，支持API接入模式，可精准满足高频交易、量化交易、做市商等不同类型的交易需求，保障交易效率与深度。
- 逐步升级为核心Web 3基础设施，聚焦能力强化与范围扩张。集团计划依托经验丰富的管理团队，保障战略落地与业务决策效率；同时持续投入合规与牌照基础设施建设，巩固多区域合规运营优势。此外，开发覆盖零售与机构客户的全面数字资产产品，满足不同客群需求；并向亚洲及其他新兴市场拓展国际业务，扩大全球服务半径。集团目标成为个人在数字资产投资、消费、储蓄、赚取与使用场景中的首选通道，最终实现从单一平台到生态级基础设施的跨越。





## 立足香港，拓展全球

- **多维度强化香港市场领导地位。**在OTC市场，OSL通过主动获取新客户并激活现有客户，持续强化自身在场外交易领域的领导地位，确保在香港数字资产业务的核心竞争力。机构客户层面，依托Omnibus Pro、StableX和Tokenworks等新平台的功能优势，针对性扩大机构客户基础，重点覆盖证券公司、金融科技公司和数字银行等群体，通过适配这类客户的业务需求，深化与香港金融机构的合作绑定。零售业务层面，一方面推出SOL交易等新的零售产品服务，丰富零售用户的交易选择，另一方面通过优化OSL手机应用程序的界面设计、操作流程与响应速度，直接提升零售用户的使用体验，增强零售用户粘性。
- **区域聚焦、平台落地与人才配套为核心，加速推进全球化策略。**1)在海外运营布局上，集团重点投资扩展日本和澳洲市场的业务，通过本地化运营适配两地监管要求与市场需求，夯实亚太核心市场的业务基础。2)在平台落地节奏上，集团计划于下半年推出OSL全球交易所站点，同时在印尼市场上线零售交易服务，借助站点与服务落地，将业务覆盖延伸至更多国际区域。3)在支撑体系建设上，通过扩大海外招聘规模，吸纳具备当地市场经验、合规知识与技术能力的人才，为海外业务的快速增长提供人力支持，保障全球化策略的有效落地。





## 持续扩展产品供应，聚焦合规属性与优质资产

- **全球牌照网络为基，推动产品供应向支付领域延伸。** 依托于覆盖香港、日本、欧盟、澳洲等核心市场的全球牌照网络，OSL能够保障数字资产/支付基础设施在多区域的合规运营，为跨市场支付与资产流转提供底层支撑；在具体产品推进上，一方面通过OSL Pay 出入金通道解决方案，打通法币与加密货币之间的流转路径，满足全球客户无缝出入金的需求，另一方面借助OSL BizPay稳定币支付服务，为企业客户提供涵盖加密收款、打款等场景的支付支持，实现从传统交易业务到支付领域的产品拓展，完善数字金融服务链条。
- **增值型全球并购为径，聚焦合规属性与优质资产。** 在并购方向上，OSL将继续专注于完全合规的资产与优质标的，避免因合规风险影响业务发展，同时重点关注新兴市场的并购机会，借助当地优质资产快速切入潜力市场，填补区域业务空白；在并购执行层面，通过开展严格的尽职调查，全面评估标的资产的合规性、业务匹配度与发展潜力，降低并购风险，后续再通过系统性整合，推动并购标的与OSL现有业务体系融合，实现规范化运营，最终通过并购实现业务增值与全球布局的加速推进。

### 市场服务

综合账户连接、场外交易（OTC）、闪电交易及交易所交易服务



### 数字资产财富管理

- 企业服务（B2B）：基金分销、资产代币化解决方案
- 个人服务（B2C）：基金及代币化资产投资渠道



### 支付服务

- 企业服务（B2B）：加密货币收款、加密货币支付、法币兑换通道
- 个人服务（B2C）：加密货币支付、加密货币消费



### 数字资产托管

军用级安全架构，配备高达10亿美元保险覆盖保障



## F. 盈利预测与估值

---



## 盈利预测与估值

- **核心假设1:**
- **数字资产交易:** 我们认为集团将继续巩固在场外交易服务市场的领先地位, 同时通过拓展新客户及重启存量客户来获取市场份额。我们预计公司交易量快速增长的同时、Takerate总体保持稳定, 2025-2027年数字资产交易收入分别同比增长23.1%/58.9%/27.8%。
- **SaaS服务及相关收入:** 我们认为集团将精准响应市场需求、持续扩大机构客户群体, 持续推出新产品和功能、赋能机构迈入数字资产领域。我们预计2025-2027年SaaS服务及相关收入分别同比增长4.7%/36.9%/21.7%。
- **OSL Pay:** 我们认为OSL Pay作为长期战略业务, 将助力集团构建从资产发行、交易到支付的全链条服务能力, 强化在合规数字金融领域的头部地位。我们预计OSL Pay交易量爆发式增长的同时、Takerate小幅下降, 2026-2027年OSL Pay收入分别同比增长122.8%/70.0%。

| 港币千元               | 2024A   | 2025E   | 2026E     | 2027E     |
|--------------------|---------|---------|-----------|-----------|
| 数字资产交易 (含公允价值变动净额) | 262,581 | 323,359 | 513,660   | 656,503   |
| 同比增速 (%)           | 77.9%   | 23.1%   | 58.9%     | 27.8%     |
| SaaS服务费用收入及相关收入    | 91,640  | 95,957  | 131,333   | 159,816   |
| 同比增速 (%)           | 414.9%  | 4.7%    | 36.9%     | 21.7%     |
| OSL Pay            |         | 221,100 | 492,500   | 837,250   |
| 同比增速 (%)           |         |         | 122.8%    | 70.0%     |
| 其他                 | 20,526  | 28,206  | 39,006    | 52,648    |
| 同比增速 (%)           | -53.8%  | 37.4%   | 38.3%     | 35.0%     |
| 总计                 | 374,747 | 668,622 | 1,176,499 | 1,706,217 |
| 同比增速 (%)           | 78.6%   | 78.4%   | 76.0%     | 45.0%     |



## 盈利预测与估值

- **核心假设2:**
- **费用率:** 我们认为公司目前仍处于快速发展期, 人员及资金投入需求较高, 销售费用及市场营销投入仍将继续增长; 同时, 随着公司收入规模增长, 费用率将相应摊薄, 我们预计2025-2027年公司佣金费用率约13%/12%/11%, 员工费用率约60%/55%/52%, 信息科技费用率约10%/9%/8%, 折旧及摊销费用率约5%/5%/5%, 其他经营费用率约28%/25%/22%。
- **净利润:** 我们预计2025-2027年公司实现经营业务利润-0.57/-0.41/0.54亿元, 归母净利润-0.56/-0.42/0.46亿元。
- **估值:** 我们选取Coinbase、Robinhood和Circle作为可比公司, 2025/2026年行业平均P/S为17.2x/15.4x。我们认为公司处于快速发展期, 且高增速与加密货币市场波动关联度较低; 2026年收入实现快速增长的同时, 数字资产交易和OSL Pay收入占比显著提升, 因此给予16x P/S, 对应2026年188亿港元目标市值, 以15%要求回报率折现至2025年底后, 我们计算公司整体合理估值约164亿港元, 给予2025年底目标价20.6港元。

| 代码       | 公司名称                      | 市值      | 收入 (VA一致预期) |       |       | P/S   |       |       |
|----------|---------------------------|---------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          |                           |         | 2025E       | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| COIN     | Coinbase Global Inc       | 870亿美元  | 72.0        | 81.4  | 89.3  | 13.1  | 11.9  | 11.0  |
| HOOD     | Robinhood Markets Inc     | 1170亿美元 | 42.8        | 50.7  | 57.2  | 27.8  | 23.4  | 20.8  |
| CRCL     | Circle Internet Group Inc | 3000亿美元 | 26.5        | 31.1  | 43.0  | 10.6  | 11.0  | 8.1   |
| 行业平均     |                           |         |             |       |       | 17.2  | 15.4  | 13.3  |
| 0863. HK | OSL集团                     | 130亿港元  | 6.9         | 11.8  | 17.1  | 19.4  | 11.0  | 7.6   |



## 风险提示

- **数字资产价格剧烈波动风险：**OSL核心业务涵盖数字资产交易、托管及质押，而比特币、以太坊等主流数字资产价格受宏观政策、市场情绪等影响波动剧烈，可能导致客户交易意愿下降、托管资产市值缩水，进而影响集团交易佣金、管理费等核心收入。
- **全球监管政策差异与调整风险：**OSL业务覆盖香港、日本、欧盟、澳洲等多地区，各司法辖区对数字资产的监管框架、牌照要求及业务限制存在显著差异，且监管政策可能动态调整（如收紧交易范围、提高合规门槛），可能导致集团部分业务需调整运营模式，甚至面临区域市场退出风险。
- **并购标的整合不及预期风险：**OSL通过收购加速全球化，若并购后出现标的公司与集团在文化、技术系统、团队管理上融合不畅，或未能实现牌照、客户资源、支付通道的协同效应，将增加运营成本，延缓全球业务扩张进度。
- **支付业务合规与流动性风险：**OSL Pay、OSL BizPay涉及多币种跨境支付及加密货币出入金，需满足不同地区反洗钱、反恐怖融资合规要求，若合规审查出现疏漏可能面临监管处罚；同时，支付业务依赖全球流动性渠道，若合作渠道中断或流动性供给不足，将影响客户出入金效率，损害用户信任。



[www.dwzq.com.hk](http://www.dwzq.com.hk)

*SCS HK Research*