

2025 年 11 月 20 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 11 月 19 日
收盘价（港元）	15.03
一年内最高/最低（港元）	20.30/6.84
总市值（百万港元）	11,942.77
流通市值（百万港元）	11,942.77
资产负债率（%）	46.14

资料来源：聚源数据

OSL 集团 (00863. HK)

——新业务不断开拓的数字资产交易和支付综合平台

投资要点：

OSL 集团是持牌数字资产交易和支付平台：OSL 集团是香港唯一专注数字资产交易和支付的上市虚拟资产交易所，且是中国香港首个获得牌照、大规模展业的领先虚拟资产持牌交易平台。OSL 集团通过持续的并购获准多张重要牌照，当前在中国香港、日本、澳大利亚、欧盟-意大利、百慕大等 10 余个司法辖区布局牌照（考虑已公告收购的正在进行控制权变更的地区）。

OSL 已经形成经纪、支付、资产管理、交易所和机构多项业务构成的数字资产生态，当前营收主要由经纪和支付业务贡献。经纪业务主要为 OTC 和 RFQ 服务，为机构和专业投资者提供深度流动性报价，避免价格滑点，25H1 大约贡献营收的一半；支付业务主要为 web3 钱包客户提供出入金业务，并根据转款方式（信用卡/储蓄卡等）收取不同费用，OSL Pay 在 25H1 仅上线 2 个月即贡献集团 29% 的收入；资产管理主要为代币基金提供分销、托管和技术服务；交易所业务当前提供超过 20 种虚拟资产现货的交易服务，主要赚取交易费；机构业务主要是基于券商升级后的 1 号牌照接入其客户的综合账户进行虚拟资产的交易。

货币政策转向、全球监管框架明朗化及机构资金入场带来数字资产行业较好的发展机会，OSL 是资本市场较为稀缺的标的。美联储已处于降息周期，宽松的货币政策或将为市场注入流动性；欧盟、美国及中国香港等地关键监管法规的密集落地或使得数字资产行业合规性和监管性有所保证；与此同时，大量传统金融机构资金开始配置相关产品，带来市场扩容机会。

OSL 正加速从单一交易平台向综合化数字资产金融基础设施提供商转型，形成四大优势和未来业务驱动力：1）支付业务崛起，OSL Pay 与 BizPay 或将成为收入新引擎并与交易业务协同；2）交易费率优势明显；3）全球合规网络成型，通过自主申请和并购已取得中国香港、日本、澳洲、欧盟、百慕大等多地牌照，并计划进一步拓展至中东与印尼；4）合规、安全与流动性三位一体，在香港率先取得 VATP 牌照直连银行体系，并连接 50 余家全球流动性提供商，全面夯实机构服务壁垒。

盈利预测与评级：我们预计公司 2025-2027 年 non-IFRS 营收分别为 4.67/7.64/12.20 亿港元，同比增速为 119%/64%/60%，对应 PS 为 26/16/10 倍。我们选取全球领先的数字资产交易所 Coinbase（COIN.O）、知名线上经纪商盈透证券（IBKR.O）与 Robinhood（HOOD.O）、以及股票交易所纳斯达克（NDAQ.O）和综合支付平台 PayPal（PYPL.O）作为可比公司。考虑到公司 2024-2026E Non-IFRS 营收复合增速为 89%，今年为支付业务元年（OSL Pay、OSL BizPay）未来有望为公司带来较大的收入弹性，公司或具有从交易平台向综合数字资产金融基础设施转型的成长潜力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示。跨市场选取可比公司风险、加密货币市场波动风险、宏观经济风险

盈利预测与估值（港元）

2023 2024 2025E 2026E 2027E

营业收入（百万港元）	135	214	467	764	1,220
同比增长率（%）	-26.4%	58.3%	118.7%	63.6%	59.8%
归母净利润（百万港元）	-250	56	-53	-3	85
同比增长率（%）	54.6%	122.4%	-194.3%	93.9%	2728.0%
每股收益（港元/股）	-0.58	0.09	-0.07	0.00	0.11
ROE（%）	-60.6%	4.3%	-4.2%	-0.3%	6.4%
市销率（P/S）	40	23	26	16	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

备注：营业收入为 Non-IFRS 口径收入，ROE 为归母 ROE 口径

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年 non-IFRS 营收分别为 4.67/7.64/12.20 亿港元，同比增速为 119%/64%/60%，对应 PS 为 26/16/10 倍。

我们选取全球领先的数字资产交易所 Coinbase (COIN.O)、知名线上经纪商盈透证券 (IBKR.O) 与 Robinhood (HOOD.O)、以及股票交易所纳斯达克 (NDAQ.O) 和综合支付平台 PayPal (PYPL.O) 作为可比公司。考虑到公司 2024–2026E Non-IFRS 营收复合增速为 89%，今年为支付业务元年 (OSL Pay、OSL BizPay) 未来有望为公司带来较大的收入弹性，公司或具有从交易平台向综合数字资产金融基础设施转型的成长潜力，首次覆盖我们给予公司 “买入”评级。

关键假设

我们预计未来三年虚拟资产市场维持较高景气度，美联储降息与全球监管落地将带动交易活跃度提升。

公司交易业务方面，我们认为未来三年虚拟资产市场保持较高景气度，且公司仍在全球范围扩张，交易所和经纪业务快速增长，考虑 25H1 交易量 682 亿港币，假设公司 2025–2027 交易量增速为 75%/70%/65%；假设公司数字资产交易费率保持基本稳定，2025–2027 年为 0.22%/0.22%/0.22%。

支付业务作为 2025 年的新增引擎，OSL Pay 与 BizPay 预计将持续放量，并与交易和 SaaS 形成协同。考虑到公司处于快速扩张阶段，费用开支预计仍将维持高位，但随着规模效应显现，盈利能力有望逐步改善。

投资逻辑要点

OSL 作为领先的持牌数字资产交易和支付平台，已在 10 余个司法辖区取得合规资质，成为连接传统金融与数字资产的重要桥梁。公司正处于业务转型与扩张的阶段，一方面，支付业务 (OSL Pay、BizPay) 快速放量，已成为新的收入引擎，并与交易、SaaS 等业务形成协同效应；另一方面，我们看好在宏观货币政策和监管政策落地后，数字资产交易额提升带来的交易收入预计将持续增长。同时公司具有全球多牌照布局以及在安全托管和流动性方面的优势，有望成长为重要的综合数字资产金融基础设施提供商。

核心风险提示

跨市场选取可比公司风险、加密货币市场波动风险、宏观经济风险

内容目录

1. 全球领先的持牌数字资产交易及支付平台	6
2. 战略投入驱动高增长，一站式平台布局渐成	7
2.1. 业务布局：以持牌交易所为基，打造一站式数字金融平台	8
2.2. 业绩表现：战略投入驱动高增长，短期亏损换长期空间	12
3. 三重利好数字资产行业扩容变革	13
3.1. 美联储年内有望再次降息，带动加密货币价值提升	13
3.2. 利好监管趋势下，合规加密货币市场快速扩容	14
3.3. 机构参与加密货币投资，引导市场深刻变革	15
4. 四大核心优势协同，铸就全球增长根基	16
4.1. 支付业务崛起，协同效应驱动收入增长	16
4.2. 费率优势显著，低成本透明化增强机构竞争力	17
4.3. 全球合规网络成型，多牌照驱动国际化业务突破	17
4.4. 合规+安全+流动性三位一体，构筑机构服务核心壁垒	18
5. 盈利预测与评级	19
5.1. 盈利预测拆分	19
5.2. 估值和投资评级	20
6. 风险提示	21

图表目录

图表 1: OSL 提供的产品与服务	6
图表 2: 公司历史沿革	6
图表 3: 公司股权结构情况	7
图表 4: 公司管理层基本情况	7
图表 5: 公司五大合规产品板块	8
图表 6: 2023–2025H1 公司分部业务收入变化情况 (百万港元)	8
图表 7: 2023–2025H1 公司分部业务收入变化情况 (百万港元)	9
图表 8: OSL BizPay 实现高效跨境支付	10
图表 9: OSL 财富产品分类	10
图表 10: 公司对投资者收取的交易费用	11
图表 11: 公司对零售客户的提现和充值收费情况	11
图表 12: OSL 日本地区提供的交易所服务	12
图表 13: OSL 机构业务产品	12
图表 14: 2023–2025H1 公司营收和业绩变化情况	13
图表 15: 2019–2025H1 公司销售费用、行政及其他经营费用变化情况 (百万港元)	13
图表 16: 2019–2025H1 数字资产交易和 SaaS 收入变化情况 (百万港元, %)	13
图表 17: 加密货币价格与货币宽松高度相关	14
图表 18: 美联储降息推动加密货币价格上涨	14
图表 19: 中国香港虚拟资产监管体系演变	14
图表 20: 加密货币 ETF 净流量可观, 资管规模市值正逐步扩大	16
图表 21: OSL2025 年产品扩张一览	17
图表 22: 各大虚拟资产交易所手续费对比	17
图表 23: OSL 全球牌照布局	18
图表 24: 公司收入拆分情况 (百万港币)	20
图表 25: 公司 Non-IFRS 收入预测 (百万港币)	20
图表 26: 可比公司估值表	21

1. 全球领先的持牌数字资产交易及支付平台

OSL 是领先的持牌数字资产交易和支付平台，为机构和零售客户提供一流的数字资产服务。公司致力于成为连接数字资产和传统金融的合规桥梁，长期愿景为建构未来数字经济的核心基础设施，为亚洲首个上市的虚拟资产交易所。OSL 扎根于中国香港，是中国香港虚拟资产行业的头部参与者，获得香港 SFO 1、4、7、9 号牌照，《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》（AMLO）牌照和 TCSP（信托或公司服务提供者）牌照，几乎覆盖中国香港虚拟资产牌照全体系。

图表 1：OSL 提供的产品与服务



资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司前身为品牌中国集团（BC Group），2019 年变更名称为 BC 科技集团有限公司。OSL 数字证券是香港首家获证监会发牌且受保的数字资产交易平台，自 2018 年起，平台专注为企业客户、金融机构、专业及个人投资者提供金融解决方案。2020 年，OSL 正式推出 OSL Exchange，开始提供 OTC、iRFQ、电子交易平台、数字资产托管及钱包服务。此后，公司立足中国香港、开展全球扩张，截至 25 年上半年，已通过自申请/并购获得全球超 10 个国家地区的虚拟资产牌照。

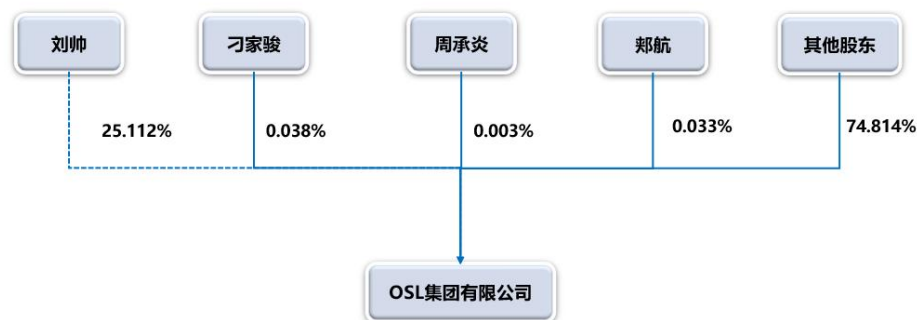
图表 2：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

实控人为刘帅先生。截至 2025 年 9 月 22 日，实控人刘帅持股比例为 25.112%，公司最大股东为 Crown Research。Crown Research 集团为刘帅先生全资拥有，刘先生是加密货币领域的资深投资者，投资项目包括 The Block、Walletconnect、Sei Network、Xterio、Story Protocol 和 Matrixport 等。

图表 3：公司股权结构情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

备注：数据截至 2025 年 9 月 22 日；图中虚线代表间接持股

公司组建了汇聚数字资产、科技与传统金融多元经验的管理团队。2024 年公司组建新高管团队，其中 CEO 崔崧先生在 Web 2.0 和 Web 3.0 领域拥有超过 20 年的经验。

图表 4：公司管理层基本情况

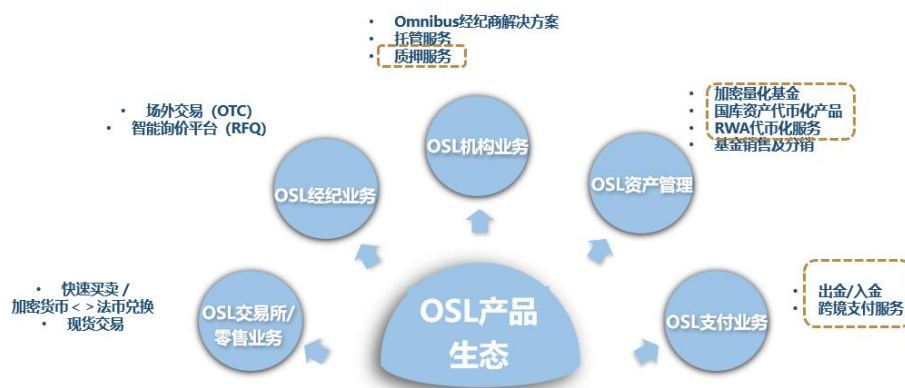
姓名	职位	个人履历
崔崧	首席执行官	持有上海交通大学的工程学学士和硕士学位。自 2025 年 1 月 1 起担任公司执行董事，自 2024 年 8 月 5 日起担任公司行政总裁。崔先生在 Web 2.0 和 Web 3.0 领域拥有超过 20 年的经验，曾在 Bybit、房多多（Nasdaq:DUO）和 Google 等公司担任高级领导职务，管理工程、产品及运营的各项计划和创新。
张英华	首席商务官	超 20 年传统金融和加密行业经验，曾担任 Bybit、芝加哥商品交易所及 Tradeweb 高管职务。
陈德荣	首席营销官	20 余年品牌营销战略专家，曾主导富途证券及华为全球化品牌建设与用户增长项目。
黄冠文	首席财务官	于资本市场、战略投资及管理咨询方面拥有逾十七年的丰富经验。曾于多家领先的跨国投资银行、科技公司及管理顾问公司，包括摩根士丹利、蚂蚁集团及波士顿顾问公司担任要职。
云成	首席技术官	10 余年金融科技与加密领域技术专家，曾任汇丰银行、摩根士丹利及 Binance 核心工程与技术管理职务。
Marc Newman	首席信息安全官	在网络游戏、私人防卫和数字资产等行业拥有 15 年以上的网络安全领导者经验。
刁家骏	执行董事 法规事务主管	在企业法律顾问方面拥有超过 20 年经验，专注于法规事务及金融产品。曾担任云峰金融集团的总法律顾问，以及 Cantor Fitzgerald 及 BGC Partners 的亚洲区法律合规主管。
苏国欣	法务及合规主管	超 20 年全球金融机构合规管理经验，曾任职国际头部加密衍生品交易所及高盛。

资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

2. 战略投入驱动高增长，一站式平台布局渐成

OSL 已通过数字资产市场业务及数字资产技术基础设施业务，建立起完整的产品生态系统，不断扩张产品服务，目前公司的服务分为五大板块：经纪、支付、资产管理、交易所和机构业务。

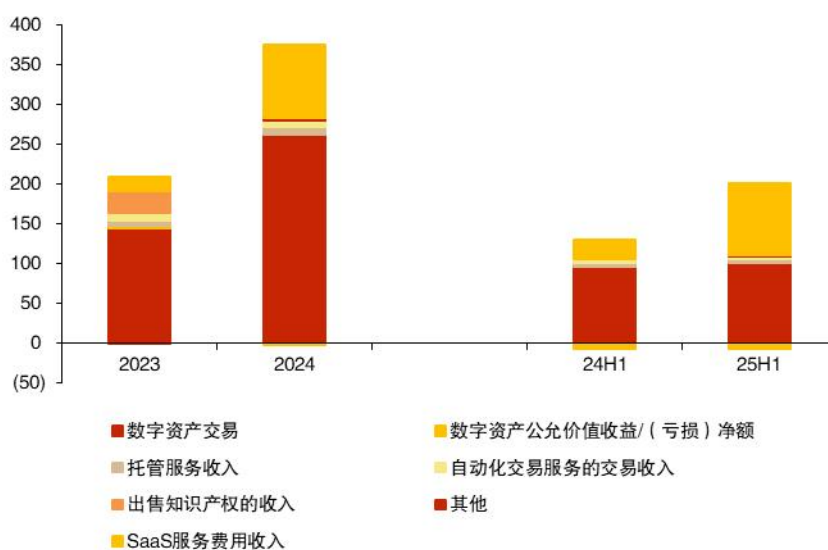
图表 5：公司五大合规产品板块



资料来源：公司业绩说明材料，华源证券研究所

备注：虚线框中业务为 2025 年新推出

图表 6：2023-2025H1 公司分部业务收入变化情况（百万港元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

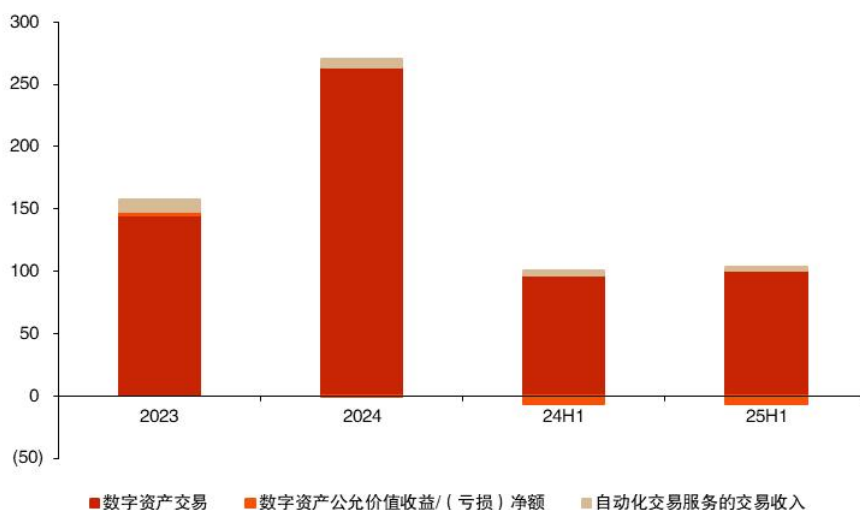
2.1. 业务布局：以持牌交易所为基，打造一站式数字金融平台

经纪业务：OSL 集团的核心业务，预计贡献 25H1 营收的一半。OSL 持有香港证监会第 1 类（证券交易）及 AMLO 牌照，于 2018 年开始开展 OSL Brokerage 业务。目前，OSL 经纪业务主要为机构投资者和高净值客户提供 OTC（场外交易）服务和 RFQ（报价请求）服务，并和中国香港主要银行建立了紧密的合作关系，可以实现近乎即时的法币结算。OSL 场外交易服务的优势在于接入多家加密货币做市商从而提供了市场的深度流动性，有效降低大宗交

易的摩擦成本。RFQ 业务能够支持多种交易选项，使客户高效交易并获得有保障的报价，从而有效消除了传统交易所常见的场内价格滑点风险。同时 OTC 和 RFQ 服务还可满足机构投资者对交易咨询保密的需求。

25H1 公司数字资产交易收入 1.005 亿港币，占总营收比重 51.4%，预计数字资产交易收入主要为 RFQ 和 OTC 业务所贡献（少部分为 OSL pay 业务）。25H1 数字资产价格波动影响合计 685.6 万港币，其中：数字资产公允价值亏损净额为-623.4 万港币，用于促进数字资产交易业务的数字资产收益净额为 1309 万港币，主要源于为客户提供更快结算的服务，持仓受市价波动所致。

图表 7：2023-2025H1 公司分部业务收入变化情况（百万港元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

支付业务(OSL PAY): OSL Pay 于今年 5 月推出，提供法币与加密货币的兑换服务 (on off ramp)，主要服务于 web3 钱包等机构客户，收取的费率主要取决于客户的支付方式（信用卡转账/储蓄卡转账等）。OSL PAY 帮助对加密货币有较强需求、但缺乏银行账户等基础金融服务的客户高效的在法币和加密货币之间进行转换。出入金业务全球首站在意大利，凭借现有 OAM 注册（相当于 VASP）在欧洲地区建立营运能力。公司 6 月发布公告，拟收购全球领先的出入金支付服务提供商 Banxa，旨在整合全球出入金通道网络。

支付业务今年推出以来营收表现强劲，已成为公司的重要增长引擎。25H1，OSL Pay 实现 5590 万港元收入，拉动了 78% 的同比收入增长，约占上半年营收的 29%。我们认为，OSL 支付业务对公司业务生态拓展具有极高的战略价值：1）产品端：与交易所业务形成协同，将虚拟资产交易落地到具体支付场景；2）用户端：扩大用户覆盖范围，触达 web3 钱包等客户；3）渠道端：依托与超 20 家银行的深度合作关系，进一步探索合规高效的出入金服务。我们预计 25-27 年公司的支付业务将实现较快增长：1）今年 5 月推出出入金服务，两个月即贡献 0.56 亿港币收入，对应 12 个月年化 3.35 亿港币；2）公司拟收购全球领先的出入金支付服务提供商 Banxa，FY25Q3 Banxa 实现 3.1 亿澳元收入（对应截至自然年 25Q1 的 9 个月），我们测算，若收购完成，Banxa 有望为 OSL 支付业务全年贡献超 20 亿港币收

入；3）今年7月公司又推出 Bizpay，切入跨境支付领域，若后续有新的支付板块收购动作，或将为支付业务进一步打开想象空间。

图表 8：OSL BizPay 实现高效跨境支付



资料来源：OSL 集团微信公众号，华源证券研究所

资产管理业务：主要是基金分销托管服务和 RWA 代币化服务。公司的基金分销托管业务对象涵盖加密货币基金、指数型基金和代币化货币基金等。今年2月，香港首支零售代币化基金“华夏港元数字货币基金”上线，华夏基金采用“双轨分销”模式，OSL 作为合作伙伴之一，为基金提供链上发行、合规托管与分销支持；今年5月，OSL 旗下财富平台 OSL Wealth 已与获迪拜 VARA 监管的对冲基金 Nine Blocks 达成战略分销合作，将向合格投资者提供其美元及加密货币代币化服务，将金融机构的货币基金、债券基金产品进行打包，以帮其触达更多用户、实现更快的清算。

图表 9：OSL 财富产品分类



资料来源：公司官网，华源证券研究所

交易所服务：公司于2023年6月正式申请到中国香港的 VATP 牌照，2025年2月成功收购日本加密资产交易所 CoinBest K.K.，2025年9月发布公告完成收购印尼加密货币交易所运营商 Evergreen Crest 90%的股权，获得印尼的加密货币与期货交易牌照。

上线多种数字资产交易对，多元化资产布局。截至目前，公司提供21种虚拟资产交易对交易，OTC 业务覆盖 USD、HKD、SGD、EUR 等。9月3日，OSL HK 宣布面向专业投资

者开放 BNB 交易服务，推出 BNB/USD、BNB/USDT、BNB/USDC 三个交易对，成为香港首家支持 BNB 交易的交易所。

OSL 虚拟资产交易所通过搭建撮合交易的平台，提供加密货币报价、交易撮合、结清算、托管等类交易所功能，为用户提供数字资产流动性。OSL 为客户提供比较优惠的收费，整体来看收费结构为“交易手续费+充值费+提现费+其他”。交易费用分客户来看：闪电交易客户，实行“all-in-price”的收费；专业客户，挂单费用（maker fee）为 0，收取 0.05% 的吃单费用（taker fee）。同时，OSL 暂不收取充值费和法币提现费用。

25H1 OSL 的交易所业务营收主要对应利润表中 327 万港元的“自动化交易服务收入”，约占总收入的 2%。

图表 10：公司对投资者收取的交易费用

交易费用 充值费用 提现费用 其他费用		
零售客户		
交易方式	挂单费用	吃单费用
闪电交易	总价内含所有费用。OSL 不对闪电交易收取额外费用。	
专业交易	0.00%	0.05%
专业投资者及机构		
交易方式	挂单费用	吃单费用
闪电交易	总价内含所有费用。OSL 不对闪电交易收取额外费用。	
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。	

资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 11：公司对零售客户的提现和充值收费情况

货币	通过以下方式	提现费用	最低提款限额（每次）	充值费用	最低存款限额（每次）
美元 (USD)	海外银行电汇	OSL 不收取费用	USD 50	OSL 不收取费用	USD 0.01
	本地银行转帐		USD 50		
港元 (HKD)	海外银行电汇		HKD 400		HKD 0.01
	本地银行转帐		HKD 0.01		
比特币 (BTC)	区块链	BTC 0.0001	BTC 0.001	OSL 不收取费用	不适用
以太坊 (ETH)	区块链	ETH 0.0009	ETH 0.01		
索拉纳 (SOL)	区块链	SOL 0.03	SOL 0.1		

资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 12: OSL 日本地区提供的交易所服务



资料来源：公司官网，华源证券研究所

机构业务：为持牌券商及银行等提供“前-中-后台一体化”的数字资产解决方案，支持其加密资产业务拓展。即先由券商在持牌交易所开立一个 omnibus 账户（综合账户），然后根据每个客户的指令为其在持牌交易所进行虚拟资产的交易。其中，券商在流程中主要负责前端的推广、投资者教育等专业度工作，而 OSL 交易所主要负责后端环节，为投资者构筑安全防线，形成“专业度+安全性”的分工合作模式。

图表 13: OSL 机构业务产品



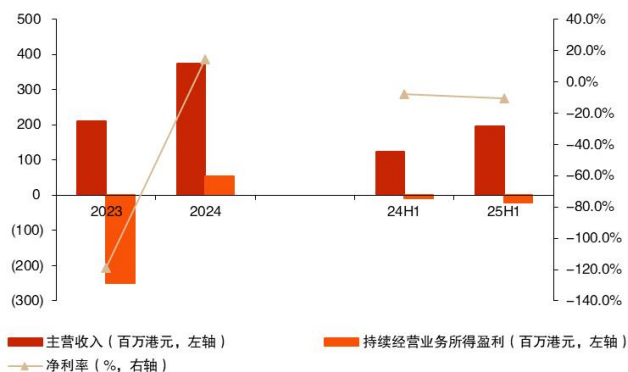
资料来源：OSL 集团微信公众号，华源证券研究所

2.2. 业绩表现：战略投入驱动高增长，短期亏损换长期空间

交易+支付业务双轮驱动，2023 年起公司营收持续高增。2023–2025H1，营收增速分别为 81.1%、78.6%及 57.9%，主要受益于数字资产交易金额增长和支付业务布局。

公司仍处于前期投入期，25H1 业绩亏损。25H1，公司持续经营业务录得 2028 万港币亏损，同比增亏。我们认为这主要源于公司处于业务快速拓展的成长期，人员规模持续扩张，截至 2025 年 H1，公司雇员达到 568 人，同比增加 2.4 倍。

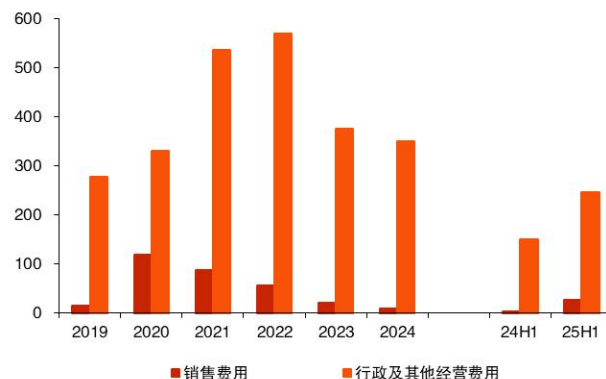
图表 14: 2023-2025H1 公司营收和业绩变化情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

备注: 图中净利率数据等于持续经营业务所得盈利/营业收入

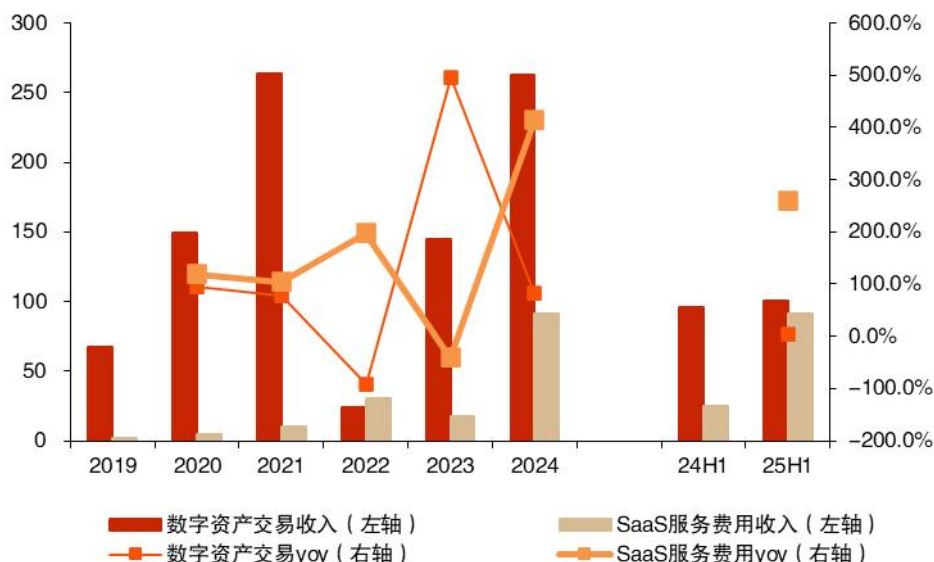
图表 15: 2019-2025H1 公司销售费用、行政及其他经营费用变化情况 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

备注: 销售费用 23 年开始口径改为费用及佣金开支

图表 16: 2019-2025H1 数字资产交易和 SaaS 收入变化情况 (百万港元, %)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

备注: 2019 年为人民币

3. 三重利好数字资产行业扩容变革

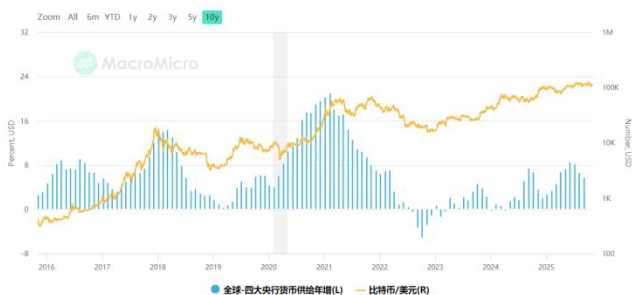
3.1. 美联储年内有望再次降息, 带动加密货币价值提升

加密货币是投资者可选风险资产, 通常伴随货币宽松周期表现突出。加密货币价格与美国 M2 同比数据呈正相关关系, 降息对于加密货币市场的影响在于: 一方面, 借贷成本下降, 从而促使加密货币市场的系统流动性增加; 另一方面, 对通胀担忧以及美元削弱使投资者转向加密货币, 继而推高加密货币的成交量和价格。

美联储年内已二次降息, 仍处于降息周期。在 9 月货币政策会议上, 美联储宣布降息 25 个基点, 将联邦基金利率目标区间降为 4.00% 至 4.25% 之间, 完成 2025 年第一次降息。10

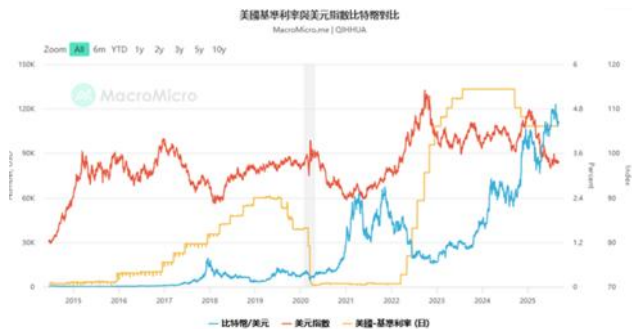
月美联储再次决定降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调到 3.75% 至 4.00% 之间。展望未来，我们认为年内及 26 年初美联储仍有一定概率降息，货币宽松周期有望持续。

图表 17：加密货币价格与货币宽松高度相关



资料来源：MacroMicro，华源证券研究所

图表 18：美联储降息推动加密货币价格上涨



资料来源：MacroMicro，华源证券研究所

3.2. 利好监管趋势下，合规加密货币市场快速扩容

2025 上半年全球稳定币监管进入实质性落地阶段。欧盟《加密资产市场法案》（MiCA）于 24 年 12 月正式实施，美国国会通过《稳定币透明度与问责法案》（STABLE 法案）与《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（GENIUS 法案），引入分级监管机制，香港《稳定币条例》于 2025 年 8 月 1 号正式实施，建立了以牌照管理为核心、六大合规要求为支撑的系统化监管框架。加密资产监管通过提高透明度、规范运营、保护消费者等方式，增强了稳定币市场的稳定性和可信度，对于加密货币市场长期稳定发展具有显著利好。

图表 19：中国香港虚拟资产监管体系演变

时间	政策名称	详情
2017 年 9 月	证监会发布《有关首次代币发行（ICO）的声明》	就 ICO 发表声明，明确部分 ICO 可能构成《证券及期货条例》下的“证券”，需接受规管。
2018 年 11 月	证监会发布《有关针对虚拟资产投资组合的管理公司、基金分销商及交易平台运营者的监管框架的声明》	将绝大部分虚拟资产投资组合管理公司及虚拟资产基金分销商纳入监管；推出交易平台监管的沙盒探索机制。
2019 年 3 月	证监会发布《有关证券型代币发行的声明》	声明证券型代币发行（STO）的定义及对其规管，此声明已被 2023 年 11 月 2 日所发出的通函取代及更新
2019 年 11 月	证监会发布立场书《监管虚拟资产交易平台》	声明关于虚拟资产交易平台的监管框架，推出自愿性发牌制度。
2019 年 11 月	证监会发布《有关虚拟资产期货合约的警告》	告诫投资者购买虚拟资产期货合约的相关风险。
2022 年 10 月	特区政府发布《有关虚拟资产在港发展的政策宣言》	筹备发牌制度，对虚拟资产 ETF 持开放态度，推进稳定币监管及代币化资产法律研究。
2023 年 6 月	《2022 年打击洗钱及恐怖分子资金筹集（修订）条例》正式生效	正式建立虚拟资产服务提供者（VASP，主要指 VATP）强制发牌制度。

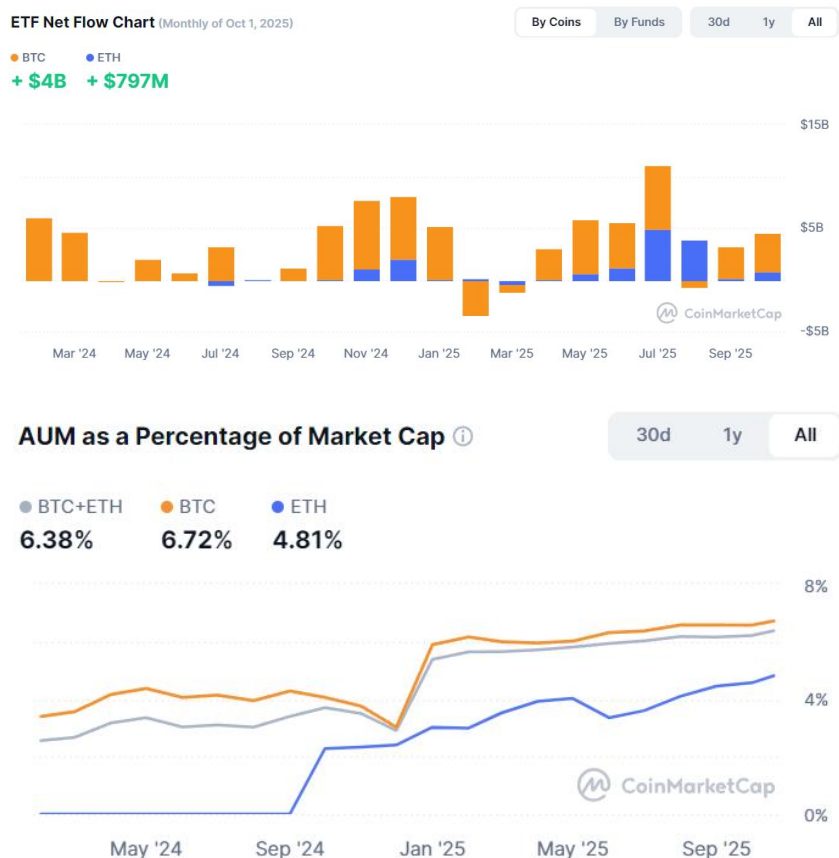
2023 年 11 月	证监会发布《有关中介机构从事代币化证券相关活动的通函》及《有关代币化证监会认可投资产品的通函》	更新 STO 监管制度，明确其本质是以代币化作为包装的传统证券，仍需受到监管。
2023 年 12 月	证监会与金管局联合发布《有关中介人的虚拟资产相关活动的联合通函》	重申 SFC 已认可多只虚拟资产期货 ETF，表示准备好接受虚拟资产现货 ETF，明确中介人在分销虚拟产品时适用的规定。
2023 年 12 月	证监会发布《有关证监会认可基金投资虚拟资产的通函》	明确了虚拟资产占比超过 10% 的公募基金产品在运营、交易等方面的相关要求。
2024 年 3 月	金管局推出稳定币发行人沙盒	向有意在香港发行法币稳定币的机构传达监管期望，并收集参与者对拟议监管要求的意见。
2024 年 4 月	亚洲首批虚拟资产现货 ETF 于香港联合交易所上市	来自三家基金公司的六支加密货币现货 ETF 获批上市。
2025 年 2 月	证监会发布“ASPIRe”路线图	明确监管方向，展示了香港在虚拟资产领域的长远规划和“穿透式”监管理念。
2025 年 4 月	证监会发布《有关虚拟资产交易平台提供质押服务的通函》	明确针对虚拟资产交易平台提供质押服务的监管方针，以及这些平台应达到的标准。
2025 年 5 月	立法会通过《稳定币条例草案》	设立稳定币发行人的发牌制度，完善对虚拟资产活动在香港的监管框架。
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，重点包括优化法律与监管，扩展代币化产品种类，推进应用场景及跨界别合作以及人才与合作伙伴发展。
2025 年 8 月	《稳定币条例》生效	

资料来源：香港证监会，香港金管局，特区政府新闻公报等，华源证券研究所

3.3. 机构参与加密货币投资，引导市场深刻变革

传统金融机构配置主流加密货币资产。2025 年以来，以太坊成为机构资金的核心配置资产，截至 10 月 20 日，69 家公司累计持有价值 231.9 亿美元，占以太坊总流通的 4.75%。此外，加密货币 ETF 产品快速推出，2024 年 1 月，美国证券交易委员会(SEC)批准了首批美国加密货币现货 ETF，随后通过了以太坊 ETF，此举动标志着加密货币资产在美国金融市场的主流化，降低了机构投资者进入加密货币市场的门槛。截至 10 月 20 日，以太坊 ETF 持有 681 万以太坊，价值 275.1 亿美元，占以太坊总流通的 5.63%。

图表 20：加密货币 ETF 净流量可观，资管规模市值正逐步扩大



资料来源：CoinmarketCap，华源证券研究所

4. 四大核心优势协同，铸就全球增长根基

OSL 正加速从单一交易平台向综合化数字资产金融基础设施提供商转型。公司通过支付、低费率、全球牌照网络及合规安全流动性四大支柱协同发力，不仅拓展了多元化收入来源，也在国际竞争中建立了独特壁垒，为未来的全球化增长奠定坚实基础。

4.1. 支付业务崛起，协同效应驱动收入增长

支付业务正成为 OSL 的全新增长引擎。2025 年上半年，公司于 5 月正式推出 OSL Pay，提供加密货币即时兑换解决方案，同时宣布并购全球领先的出入金服务商 Banxa，加速牌照获取与网络铺设。这一系列动作标志着 OSL 正从单一交易平台升级为综合数字资产金融基础设施提供商。支付业务不仅带来独立的收入来源，还与现有交易业务形成紧密协同，例如共享银行网络，复用稳定币相关流动性提供商，从而提升资金流动效率与平台整体粘性。25H1，新业务流 OSL Pay 已占集团总收入的 29%，并带动欧洲地区收入占比显著提升至 28.6%。

紧接着，公司于 2025 年 7 月推出企业级稳定币支付服务 BizPay。这一业务将基于稳定币，在合规框架下切入跨境支付场景，构建起“出入金+稳定币支付”的双重驱动力，进一步夯实 OSL 的长期增长潜力。

图表 21：OSL2025 年产品扩张一览



资料来源：公司业绩说明材料，华源证券研究所

4.2. 费率优势显著，低成本透明化增强机构竞争力

OSL 在虚拟资产交易所中具备明显的费率优势。OSL 的交易手续费仅为 0%–0.05%，低于其他主流平台。同时，OSL 的入金手续费为零，出金手续费在主流加密资产（BTC, ETH, USDC）上也维持极低水平，整体处于行业较低区间。其费率策略体现了在合规框架下的“低成本+透明化”优势。在机构客户和专业投资者服务场景中，低费率不仅降低了大额交易和频繁撮合的边际成本，也增强了平台在与国际对手竞争时的吸引力。

图表 22：各大虚拟资产交易所手续费对比

交易所	交易手续费	入金手续费	出金手续费
Hashkey	挂单：0%–0.29% 吃单：0.05%–0.1%	法币：0	法币：5 (CNH, EUR, HKD)
		BTC：0	BTC：0.00003
		USDC：0	USDC：3
		ETH：0	ETH：0.0003
OSL	挂单：0% 吃单：0.05%	法币：0	法币：0 (CNH, USD, HKD)
		BTC：0	BTC：0.0001
		USDC：0	USDC：3
		ETH：0	ETH：0.0009
Binance	挂单：0.011%–0.1% 吃单：0.023%–0.1%	法币：0–2%	法币：0.1%–2%
		BTC：0	BTC：0.00000029–0.001
		USDC：0	USDC：0–1
		ETH：0	ETH：0.000005–0.0001

资料来源：各大交易所官网，华源证券研究所

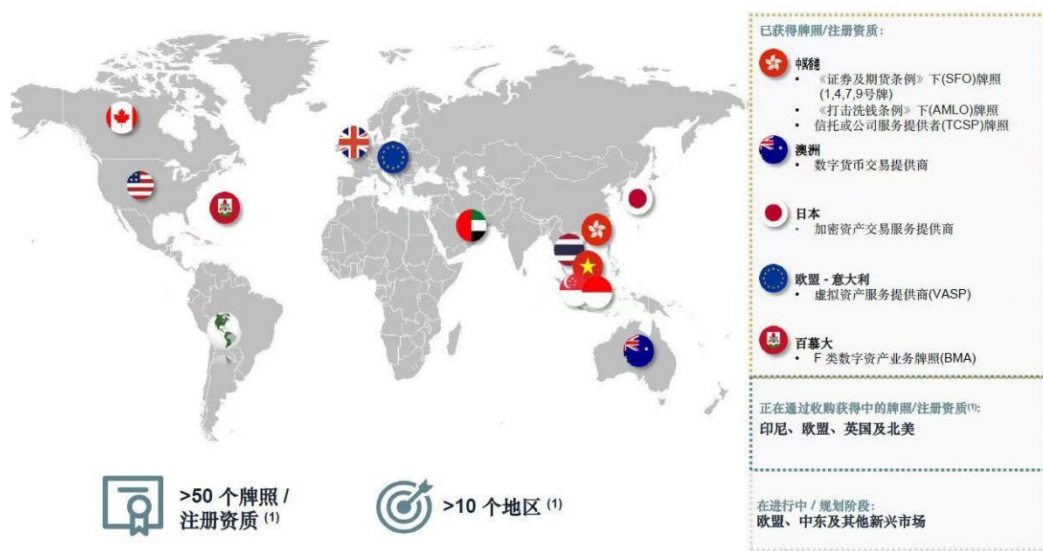
4.3. 全球合规网络成型，多牌照驱动国际化业务突破

OSL 以构建全球化的合规牌照网络为核心战略，持续推进数字资产基础设施的国际化布局。数字资产交易业务方面，公司通过“自主申请+战略并购”双轮驱动模式，已在中国香港、

澳洲、日本、欧盟（意大利）、百慕大和印尼获得多张牌照。1）中国香港：获得 SFO 下 1、4、7、9 号牌照；2）澳洲：获得数字货币交易提供商资质；3）日本：通过收购 Coinbest 获得加密资产交易服务提供商资质；4）欧盟（意大利）：拥有 VASP 牌照；5）百慕大 F 类数字资产业务牌照（BMA）；6）印尼：9 月成功收购持牌数字资产交易所 Koinseyang，获得加密货币及衍生品交易牌照。凭借全球牌照优势，公司于 8 月推出 OSL 全球交易所，提供法币与稳定币之间的高效兑换及出入金服务，成为首家实现法币通道 0 滑点的交易所。

支付业务布局方面，出入金业务首站在意大利，凭借现有 OAM 注册（相当于 VASP）于欧洲地区建立营运能力。同时，公司 6 月公告，拟收购全球领先的出入金服务商 Banxa，待收购完成，公司将一次性获得北美、英国、欧盟、澳洲授权等 40+项核心加密货币及货币转移相关牌照/注册资质，拥有整合全球出入金通道网络的能力。

图表 23：OSL 全球牌照布局



资料来源：公司业绩说明材料，华源证券研究所

4.4. 合规+安全+流动性三位一体，构筑机构服务核心壁垒

OSL 凭借覆盖多地的合规牌照，尤其在香港率先取得 VATP 资质并直连本地银行体系，建立合规与资金通道优势。公司目前已取得 10 余个司法辖区的牌照与注册资质，能够在中国香港、日本、澳大利亚、欧洲等多个市场合规展业。其中，香港的虚拟资产交易平台（VATP）牌照申请要求严格、稀缺性极高，迄今仅 11 家机构获此认证。作为首批获得 VATP 牌照的持牌机构之一，OSL 可以直接与香港银行体系建立通道，帮助机构与零售客户实现合规入金与出金。目前，OSL 已对接包括渣打银行、交通银行、众安银行等全球 20 家银行，为机构客户和专业投资者提供更为稳定、安全的资金进出渠道。

在安全托管方面，OSL 具备行业领先地位。OSL 为客户提供高度安全的数字资产托管服务，采用多重签名技术和冷热钱包分离机制，保护客户资产的安全。其托管能力持续获得市场高度认可。2024 年，OSL 集团与华夏基金（香港）及嘉实国际资产管理有限公司合作，牵头成功推出亚洲首批现货数字资产 ETF。根据官网信息，OSL 已占据香港现货加密货币 ETF

市场约 76% 的在管资产，截至今年 7 月 18 日，香港市场上已发行的 4 只加密货币 ETF 中有 3 只选择 OSL 作为托管方，充分体现了其在资产安全与合规托管领域的权威地位，并进一步加深了与大型金融机构的合作壁垒。

OSL 通过连接超过 50 家全球顶级流动性提供商，强化交易效率与市场地位。流动性是交易平台服务质量的关键所在，OSL 致力于构建庞大的流动性池，以降低交易滑点、提升定价效率，并保障客户在大额或高频交易中依然能够获得顺畅体验。全球化的流动性网络使 OSL 能够与机构投资者及跨境客户形成良性循环：流动性越强，服务越稳定，进而吸引更多交易量，进一步巩固市场地位。

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测拆分

我们作出以下关键假设：

1. 交易业务：预计 2024–2027 交易量将实现 70% 的年均复合增速，拉动交易业务收入将实现 59% 的年均复合增速。1) 交易量方面，未来三年虚拟资产市场预计保持较高景气度，且公司通过收购高速进行全球范围扩张，交易所和经纪业务快速增长，考虑 25H1 交易量 682 亿港币，假设公司 2025–2027 交易量增速为 75%/70%/65%；2) 交易费率方面，目前公司正处于交易量快速增长期，对客户收取较低水平的交易费率，因此我们假设公司数字资产交易费率保持基本稳定，2025–2027 年为 0.22%/0.22%/0.22%。再加上收入占比较低的托管、自动化交易和其他收入，我们预计 2025–2027 年交易整体业务收入达到 4.1/6.9/11.3 亿港元，2024–2027 三年实现 59% 的年均复合增速。

2. 支付业务：我们预计支付业务未来将成为公司的第二增长极。1) 今年 5 月推出出入金服务，两个月即贡献 0.56 亿元收入（占比 28.6%），7 月进一步推出 Bizpay 跨境支付服务，预计全年二者贡献收入可观；2) 公司拟收购全球领先的出入金支付服务提供商 Banxa，FY25Q3 Banxa 实现 3.1 亿加元收入（对应截至自然年 25Q1 的 9 个月），我们测算，若收购完成，Banxa 有望为 OSL 支付业务全年贡献超 20 亿港币收入；3) 交易和 SaaS 业务可与支付业务形成协同，促进客户和交易量增长。综上，我们预计 2025–2027 支付业务收入达到 1.8/4.5/7.5 亿港元，在总收入占比为 30%/45%/45%。

3. SaaS 业务：整体保持平稳。25H1 公司 SaaS 业务收入同比+259%至 9088.5 万港币，其中包括部分 OSL Pay 业务收入。考虑到 SaaS 业务收入不受市场波动影响较为稳定，且后续支付业务从该部分剔除，预计后续 SaaS 业务较为平稳。

为更为客观衡量公司收入水平，将总收入减去数字资产净公允价值变动得到 Non-IFRS 收入。我们预计公司 2025–2027 年将实现 Non-IFRS 收入 4.67/7.64/12.20 亿港元，同比增速为 119%/64%/60%。

图表 24：公司收入拆分情况（百万港币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
数字资产交易收入	145	263	387	658	1085
交易量（亿港元）	864	1005	1759	2990	4933
费率	0.0017	0.0027	0.0022	0.0022	0.0022
托管服务收入	6	10	6	13	16
自动化交易服务收入	9	7	11	19	31
SaaS 和其他收入	18	92	202	323	537
合计	210	375	607	1014	1670
其中：支付业务收入			182	453	754
占比			30%	45%	45%

资料来源：wind，华源证券研究所

图表 25：公司 Non-IFRS 收入预测（百万港币）

	2024	2025E	2026E	2027E
数字资产及区块链平台业务				
收入	375	607	1014	1670
减：净公允价值变动	161	140	250	450
Non-IFRS 数字资产及区块链平台业务收入	214	467	764	1220
yoy		119%	64%	60%

资料来源：wind，华源证券研究所

5.2. 估值和投资评级

我们选取全球领先的数字资产交易所 Coinbase（COIN.O）、知名线上经纪商盈透证券（IBKR.O）与 Robinhood（HOOD.O）、以及股票交易所纳斯达克（NDAQ.O）和综合支付平台 PayPal（PYPL.O）作为可比公司，覆盖了从纯加密资产交易、多元金融科技到传统交易所及支付生态的多元业务模式，旨在为公司提供更全面的估值参考。我们预计公司 2025–2026 年将实现 Non-IFRS 收入 4.67 亿港元/7.64 亿港元，同比增速为 119%/64%，对应 non-IFRS 收入的 PS 为 26/16 倍。考虑到公司 2024–2026E Non-IFRS 营收复合增速为 89%，今年为支付业务元年（OSL Pay、OSL BizPay），公司或具有从交易平台向综合数字资产金融基础设施转型的成长潜力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 26：可比公司估值表

股票代码	公司名称	总市值		营收		PS		
		2025-11-19	24	25E	26E	24	25E	26E
COIN.O	Coinbase	69,377	6,564	7,251	8,362	9	10	8
IBKR.O	盈透证券	109,500	4,340	5,856	6,200	2	19	18
HOOD.O	Robinhood	106,248	2,951	4,262	5,328	11	25	20
NDAQ.O	NASDAQ	49,117	4,649	5,194	5,588	10	9	9
PYPL.O	Paypal	56,242	31,797	33,235	35,173	3	2	2
0863.HK	OSL	11,943	214	467	764	23	26	16

资料来源：wind，华源证券研究所。注：可比公司总市值和营收为百万美元，OSL 总市值和营收为百万港元，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，OSL 集团盈利预测来自华源证券研究所，OSL 营收为 Non-IFRS 口径

6. 风险提示

跨市场选取可比公司风险：本报告在估值时参考了跨市场的可比公司，但这些公司的业务模式、客户结构及所在市场监管环境与 OSL 存在差异。若仅依赖跨市场对标，可能导致估值结果偏离实际，存在一定参考局限性。

加密货币市场波动风险：OSL 的交易、支付与 SaaS 收入高度依赖加密货币市场活跃度，而加密资产价格受宏观政策、流动性、监管动向及市场情绪等多重因素驱动，波动性极高。若出现价格大幅下跌或交易活跃度骤降，可能导致公司营收和盈利能力明显承压。

宏观经济风险：全球宏观经济环境与货币政策对加密资产市场影响显著。若经济下行或货币政策趋紧，可能导致流动性下降、风险偏好减弱，投资者对加密资产配置需求降低，进而拖累公司业务表现。此外，地缘政治冲突或全球金融市场大幅波动，也可能对公司跨境业务和全球合规拓展造成不利影响。

附录：财务预测摘要

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
数字资产	656	858	1,716	1,441	数字资产及区块链平台业务收入	375	607	1,014	1,670
代持牌实体客户持有现金	177	372	521	570	数字资产及区块链平台业务所得收入(不含saas)	283	405	691	1,134
现金及现金等价物	635	851	658	537	SaaS 服务费用收入	92	202	323	537
其他流动资产	31	91	30	30	其他(亏损)/收益净额	33	63	75	60
流动资产总值	1,499	2,171	2,924	2,578	销售开支	-10	-30	-51	-109
非流动资产总值	365	416	555	749	行政及其他经营开支	-350	-697	-1,044	-1,538
总资产	1,864	2,587	3,479	3,327	员工成本	-196	-425	-629	-835
应付客户的负债	440	975	1,843	1,571	资讯科技成本	-33	-67	-122	-217
其他流动负债	129	368	395	430	折旧及摊销	-25	-24	-31	-18
流动负债总额	569	1,343	2,238	2,001	其他经营开支	-97	-182	-264	-468
非流动负债总额	11	11	11	11	费用总额	-360	-728	-1,095	-1,646
总负债	579	1,354	2,249	2,012	经营业务亏损	47	-58	-6	84
已发行股本	6	8	8	8	财务收入	18	15	12	10
储备	3,216	3,216	3,216	3,216	财务成本	-2	-2	-2	-2
累计亏损	-1,930	-1,983	-1,986	-1,901	财务成本净额	16	13	10	8
本公司拥有人应占权益	1,293	1,242	1,239	1,324	以权益法入账的应占一间联营公司除税后亏损净额	-7	-7	-7	-7
非控股权益	-9	-8	-8	-9	除所得税前亏损	56	-53	-3	85
权益总额	1,284	1,234	1,230	1,315	所得税抵免/(开支)	-1	1	0	-2
					年内亏损/溢利	55	-52	-3	83
					持续经营业务所得盈利/亏损	55	-52	-3	83
					— 本公司拥有人	55.91	-52.75	-3.23	85.00
					— NCI	-1.06	1.00	0.06	-1.61

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。