

HASHKEY HLDGS (03887.HK)

持牌交易筑底，链上资管发力，盈利拐点渐行渐近

买入（首次）

2026年05月29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

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万港元)	721	723	1,080	1,675	2,547
同比(%)	246.85%	0.33%	49.31%	55.12%	52.08%
归母净利润(百万港元)	-1,189	-1,087	-794	-296	511
同比(%)	-104.85%	8.59%	26.92%	62.76%	272.84%
EPS-最新摊薄(港元/股)	-0.43	-0.39	-0.29	-0.11	0.18
P/E(现价&最新摊薄)	-7.84	-8.58	-11.74	-31.51	18.23

投资要点

- **链接传统与 Web3，规模效应驱动盈利拐点。**1) 立足中国香港，逐步构建全球化数字资产生态。公司以香港为核心起点，逐步推进合规交易、资管与基础设施业务布局，形成覆盖亚洲及主要离岸金融市场的数字资产运营框架，并完成向全球多法域的牌照与产品扩展；2) 股权高度集中夯实战略定力，传统金融与 Web3 复合基因构筑壁垒。公司股权稳定且高度集中，利于公司贯彻长周期战略。核心管理团队由肖风、鲁伟鼎等创始人组成，具有丰富的金融及区块链行业经验，赋能公司发展。3) 收入增长与业务结构同步演进，三大业务协同驱动规模与盈利质量提升。前期公司营收由交易业务驱动快速增长，2025 年受零售交易回落影响增速放缓，但资产管理与机构业务贡献提升；业务结构由交易驱动转向交易、链上与资管协同。随着平台基础设施规模效应显现，其较强的获客与资产沉淀能力将彻底释放经营杠杆，公司即将迎来盈利拐点。
- **区块链发展加速数字资产经济发展，监管法规成熟助推交易积极度提升。**1) 发行方主要产品 RWA 市场规模持续增长，截至 2026 年 5 月 19 日，RWA 分布式资产总市值突破 337.1 亿美元，预计 2025-2029 年 RWA 相关市场规模仍将以 201.5% 的复合年增长率继续增长；2) 渠道方核心业务交易促成服务合规要求提高，离岸转在岸趋势明显，全球在岸交易量 2024 年达 4.2 万亿美元，预计 2025-2029 年内将保持 48.9% 的速度高速增长；3) 应用方业务种类繁多，金融科技企业聚焦质押与资产管理服务。全球质押市场规模 2025 年末超 2450 亿美元，数字资产管理服务规模 2024 年达 1610 亿美元。
- **持牌合规经营延续合规底色，完善基础设施保障交易进行。**交易促成服务为公司最大业务，依托特色牌照和强大技术，公司场内促成业务 2025 年零售与机构客户月交易量分别达 61.17/359.17 亿港元。客户种类趋向多元的同时，积极开拓海外市场并探索场外相关服务。
- **依托技术壁垒拓宽业务，高毛利率贡献海量营收。**链上服务为高毛利率 (>90%) 业务，质押和 RWA 服务为未来行业趋势所向，公司积极探索以实现业务多元和提升抗周期能力保现金流稳定；公司高管发挥自身区块链技术先驱优势开展资管业务，高度专业进行风投获取额外收益，并收取管理费和佣金提升营收。
- **盈利预测与投资评级：**随着数字资产市场交投回暖及公司全球化合规业务的持续扩张，HashKey HLDGS 正处于盈利模型加速验证的成长期，呈现出强劲的止亏转盈势态。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 -7.94/-2.96/5.11 亿港元。考虑到公司在 Web3 赛道具备不可替代的合规牌照稀缺性、深度的全栈业务生态壁垒，以及未来业绩向上的高弹性空间，理应享有估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 加密资产市场大幅波动风险；2) 宏观经济与流动性收紧风险；3) 行业竞争加剧风险；4) 监管政策变化与合规风险；5) 技术安全与资产托管风险。6) 业务拓展不及预期风险。7) 个股流动性不足风险。8) 境内法律合规风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	3.37
一年最低/最高价	3.26/7.98
市净率(倍)	3.30
港股流通市值(百万港元)	9,321.65

基础数据

每股净资产(港元)	1.02
资产负债率(%)	31.91
总股本(百万股)	2,766.07
流通股本(百万股)	2,766.07

相关研究

内容目录

1. 链接传统与 Web3，规模效应驱动盈利拐点	5
1.1. 立足中国香港，逐步构建全球化数字资产生态	5
1.2. 股权高度集中夯实战略定力，传统金融与 Web3 复合基因构筑壁垒	6
1.3. 营收规模呈稳健增长，上市后资本结构迎实质性优化	7
1.4. 三大业务引擎协同，规模效应支撑盈利拐点加速到来	9
2. 蓝海行业势头正旺，市场广阔潜力十足	11
2.1. 传统金融架构革新，链网提速降本增效	11
2.2. 发行方：RWA 助推传统金融转型	14
2.3. 渠道方：合规大势加速交易平台演变	16
2.4. 应用方：各类业务百花齐放，金科企业聚焦质押&资管	20
3. 交易促成业务一骑绝尘，链上、资管业务双管齐下	23
3.1. 交易促成业务：顺应全球合规趋势，持牌交易壁垒深厚	23
3.2. 链上服务：收入增长空间广阔，未来表现值得期待	30
3.3. 资产管理服务：一级市场劈波斩浪，二级市场行稳致远	35
4. 盈利预测与投资评级	39
4.1. 盈利预测与估值	39
4.2. 投资评级	42
5. 风险提示	42

图表目录

图 1:	HashKey HLDGS 发展历程	5
图 2:	公司股权结构图 (截至 2026 年 5 月 28 日)	6
图 3:	2022-2025 年公司营业收入及同比增速	8
图 4:	2022-2025 年公司归母净利润及同比增速	8
图 5:	2022-2025 年公司营业成本	8
图 6:	2022-2025 年公司毛利率	8
图 7:	2023-2025 年公司各项费用	9
图 8:	2023-2025 年各项费用率	9
图 9:	2022-2025 年公司归母净资产及同比增速	9
图 10:	2022-2025 年公司货币资金及同比增速	9
图 11:	2022-2025 年公司业务收入结构	10
图 12:	2025-2026 年全球主要加密货币总市值变化趋势 (截至到 2026 年 5 月 19 日)	12
图 13:	发行方发行业务流程图	14
图 14:	2021-2026 年 4 月 24 日 全球主要品种 RWA 市值变化 (单位: 亿美元)	15
图 15:	2025-2026 年 4 月 华夏美元数字货币市场基金市值变化 (单位: 亿美元)	16
图 16:	全球数字资产交易促成服务市场规模	17
图 17:	全球数字资产交易促成服务市场 (分离岸与在岸交易) 规模预测	17
图 18:	亚洲服务在岸市场规模 (单位: 万亿美元)	19
图 19:	香港服务在岸市场规模 (单位: 万亿美元)	19
图 20:	数字资产经济应用方业务格局	20
图 21:	质押业务示意图规模	21
图 22:	全球质押服务市场规模 (单位: 十亿美元)	21
图 23:	资产管理服务业务示意图	22
图 24:	全球数字资产管理服务市场规模 (单位: 十亿美元)	22
图 25:	负责公司交易促成服务子公司一览	23
图 26:	公司交易促成服务业务模式	23
图 27:	2022-2025 年交易促成业务收入构成结构 (单位: 百万港元)	24
图 28:	2022-2025 年交易促成业务收入构成结构	24
图 29:	Hashkey 主要客户群体分类	25
图 30:	2022-2025 年 客户数与入金转化率变化	25
图 31:	各客户变现率变化趋势	25
图 32:	2022-2025H1 客户数变化	26
图 33:	2022-2025 年各客户群体交易量变化 (单位: 亿港元)	26
图 34:	HashKey Exchange 香港站订单簿交易界面	26
图 35:	Omnibus 客户及 Omnibus 业务流程	27
图 36:	2025 年 HashKey 所获荣誉展示	27
图 37:	Hashkey Exchange 与 HashKey Global 对比	28
图 38:	HashKey Global OTC 业务流程	30
图 39:	链上服务主要涉及子公司	31
图 40:	2022-2025 年链上服务收入构成结构	32
图 41:	2022-2025 年 质押资产规模与变现率变化趋势	32
图 42:	2022-2025 年 交易促成服务与链上服务毛利率对比	32

图 43:	质押服务业务流程.....	33
图 44:	代币化服务业务流程.....	34
图 45:	HSK 代币交易界面.....	35
图 46:	风投及 ETF 流程图.....	35
图 47:	管理费收入及变现率变化情况.....	36
图 48:	总在管资产规模与风投认缴出资变化情况.....	36
图 49:	2022-2025H1 风险投资基金规模与收入.....	36
图 50:	2022-2025H1 二级市场基金规模与收入.....	36
图 51:	Hashkey Capital 主要投资领域及参投阶段概况 (截至 2026 年 5 月 19 日).....	37
图 52:	Hashkey Capital 主要投资项目 (截至 2026 年 1 月).....	37
图 53:	Hashkey Capital 旗下主要风投基金认缴出资情况 (截至 2025 年 12 月, 单位: 亿美元).....	38
表 1:	HashKey 管理层介绍.....	7
表 2:	HashKey 主要业务 (截至 2025 年).....	11
表 3:	主要司法管辖区出台的数字货币监管法律法规.....	12
表 4:	在岸服务提供商与离岸服务提供商对比.....	13
表 5:	美国、欧盟及中国香港“三位一体”监管框架 VS 中国大陆.....	14
表 6:	虚拟金融机构及交易所 VS 传统金融机构及交易所.....	16
表 7:	香港数字货币相关业务牌照梳理.....	18
表 8:	12 家获得正式发牌的数字货币交易平台.....	18
表 9:	HashKey 集团主要持牌一览.....	19
表 10:	全球在岸交易促成服务供应商透明度排名 (截至 2026 年 4 月 24 日).....	20
表 11:	百慕大金融管理局 (BMA) 授予的加密货币许可证类型.....	29
表 12:	Hashkey Capital 旗下风投基金及主要资产组合.....	38
表 13:	三大指数概况.....	39
表 14:	HashKey HLDGS 盈利预测表 (截至 2026 年 5 月 28 日收盘).....	40
表 15:	金融科技 P/S 估值表 (截至 2026 年 5 月 28 日收盘).....	41
表 16:	HashKey HLDGS 盈利预测表 (截至 2026 年 5 月 28 日收盘, 单位: 百万港元).....	43

1. 链接传统与 Web3，规模效应驱动盈利拐点

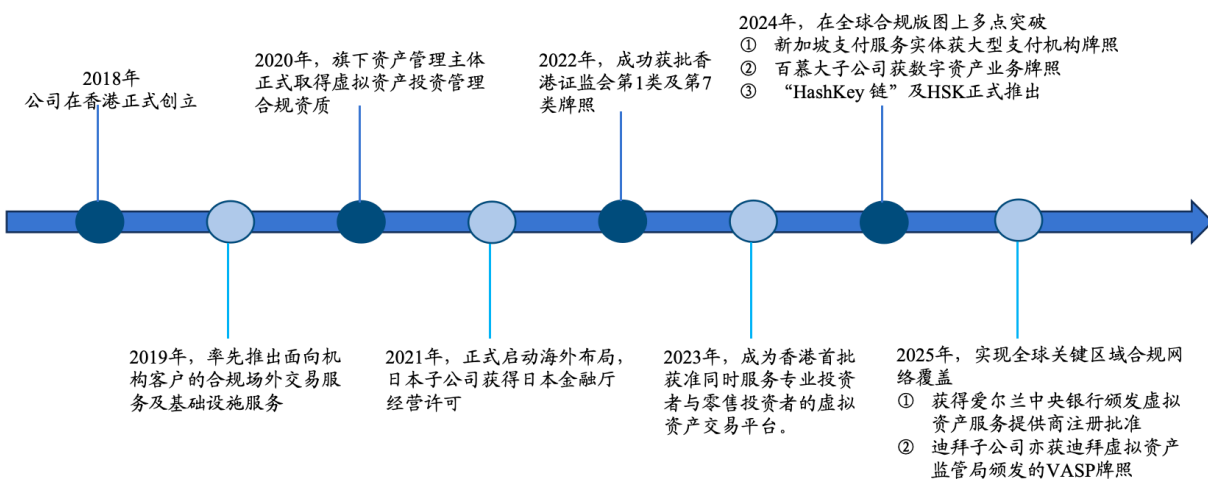
1.1. 立足中国香港，逐步构建全球化数字资产生态

起步与基础设施建设阶段（2018-2021年）：前瞻性布局 Web3 基建，切入专业金融市场。2018年，公司在香港正式创立，并将“合规先行”作为核心战略导向。2019年，公司率先推出面向机构客户的合规场外交易服务 HashKey OTC 及基础设施服务 HashKey Cloud，为后续切入专业金融市场奠定了坚实基础。2020年，旗下资产管理主体 HashKey Capital Limited 获香港证监会第 9 类（提供资产管理）牌照，正式取得数字资产管理合规资质。2021年，公司正式启动海外布局，日本子公司 Tokyo Hash 获得日本金融厅经营许可，标志着其国际化战略的开端。

合规突破与香港市场深耕阶段（2022-2023年）：获批核心交易牌照，打通传统与加密资产通道。2022年为公司发展的关键里程碑，其交易平台 HashKey Exchange 成功获批香港证监会第 1 类（证券交易）及第 7 类（提供自动化交易服务）牌照，跻身受监管的自动化交易服务平台之列。2023年，HashKey Exchange 进一步成为香港首批获准同时服务专业投资者与零售投资者的数字资产交易平台。同年，公司推出 HashKey Tokenisation 服务，打通了传统金融资产与区块链生态的连接通道；此外，新加坡资产管理主体亦取得当地金融管理局基金管理牌照，实现对东南亚核心金融中心的初步覆盖。

全球化扩张与生态系统完善阶段（2024年至今）：多地牌照落地，业务边界向技术底层延伸。2024年，公司在全球合规版图上实现多点突破，新加坡支付服务实体获大型支付机构牌照，百慕大子公司获涵盖现货与期货交易的数字资产业务牌照；同年，公司自主研发的面向金融机构的以太坊 Layer 2 网络“HashKey 链”及生态代币 HSK 正式推出，标志着其业务边界从单纯的交易运营正式向技术基础设施服务延伸。2025年，HashKey Europe Limited 获得爱尔兰中央银行颁发的数字资产服务提供商注册批准，迪拜子公司 HashKey MENA FZE 亦获迪拜数字资产监管局颁发的 VASP 牌照，至此公司完成了全球关键区域的合规网络覆盖。

图1：HashKey HLDGS 发展历程

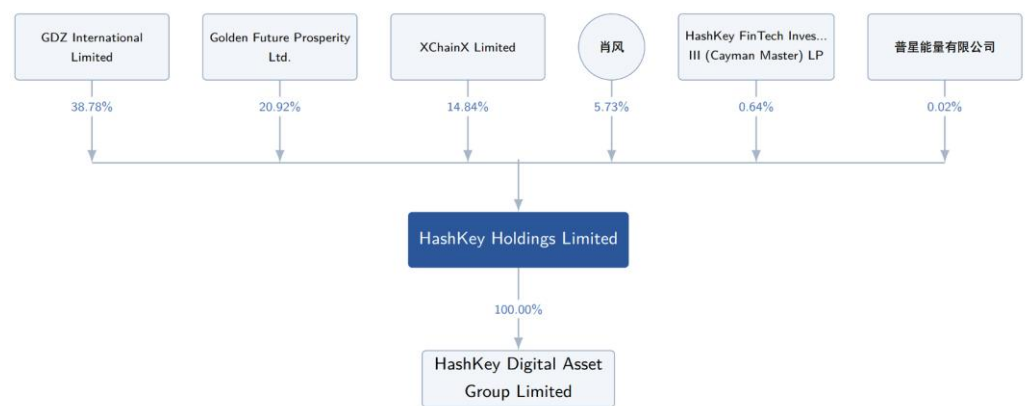


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 股权高度集中夯实战略定力，传统金融与 Web3 复合基因构筑壁垒

股权高度集中，核心管理层与大股东深度绑定，为长期战略定力提供坚实保障。IPO 前，万向集团实际控制人鲁伟鼎先生通过 GDZ International、HashKey Fintech 等实体合计持股约 43.19%，同时掌握员工持股平台（持股 22.92%）的投票权，为公司绝对控股股东；公司执行董事、董事长兼首席执行官肖风博士通过 XChainX Limited 实体持股 16.25%。IPO 完成后，超额配股权的行使对原有控股股东的股权稀释效应较小，鲁伟鼎先生及肖风博士的核心表决权地位仍然稳固。这种高度集中的股权结构，有效消除了股权分散可能带来的管理内耗，确保了公司在全球合规牌照获取、底层公链研发等需要大量前期投入的长周期战略上的极高执行效率与稳定性。

图2：公司股权结构图（截至 2026 年 5 月 28 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

管理团队兼具深厚传统金融底蕴与前沿区块链视野，赋能公司“合规先行”与生态跨界双轮驱动。董事长肖风博士拥有超过 20 年的传统证券及资产管理经验（1998 年-2011 年任博时基金总经理），并于 2015 年创立万向区块链实验室，系中国区块链行业的早期核心领军人物；控股股东万向体系则在传统金融、保险与实业投资领域布局深远。管理层深厚的传统金融监管合规背景叠加对 Web3 原生生态的深刻理解，精准契合了 HashKey 打通传统金融与加密资产通道的战略诉求，为公司顺利获取香港证监会等各地核心金融牌照、推动资产代币化以及现货 ETF 业务构建了极高的行业认知与资源壁垒。

机构股东阵容豪华，背书效应显著，助力全球化业务网络拓展。公司股东阵列中汇聚了诸多全球顶尖的传统资管巨头与知名私募股权基金。例如，富达旗下多只基金以及招银国际私募股权均持有公司股份。传统明星机构投资者的引入，不仅为公司提供了充裕的流动性支持，更在战略资源协同、品牌信用背书以及未来进一步拓展机构级加密资产大宗交易与资管服务方面发挥积极的催化作用。

表1: HashKey 管理层介绍

姓名	职务	简历
肖风	董事会主席 执行董事 首席执行官	中国区块链行业核心领军人物，传统证券与数字资产领域的跨界奠基者。董事长肖风博士拥有超过 20 年的证券及资产管理经验（曾任博时基金总裁），并于 2015 年创立万向区块链实验室，于 2023 年 05 月 01 日获委任为 HashKey Holdings Limited 首席执行官。于 2025 年 09 月 01 日获委任为 HashKey Holdings Limited 执行董事、董事会主席。
朱明华	首席财务官	资深财务专家，在顶尖互联网与科技巨头拥有逾 15 年的深厚财务管理经验。朱先生于 2022 年 11 月加入本集团担任首席财务官，负责整体财务管理。此前，他曾担任美团财务副总裁，并曾在百度集团等担任高级财务职务。
茹海阳	HashKey Exchange 首席执行官	资深平台营运与战略专家，具备跨越顶级互联网与金融科技平台的综合管理经验。茹先生于 2023 年 4 月加入本集团，现负责监察 HashKey Exchange 的业务营运。
刘佳	HashKey Tokenisation 首席执行官	资深法律与合规专家，拥有深厚的互联网巨头法务背景及数字资产早期开拓经验。刘女士于 2018 年 7 月加入本集团，现负责监察 HashKey Tokenisation 的整体业务营运。

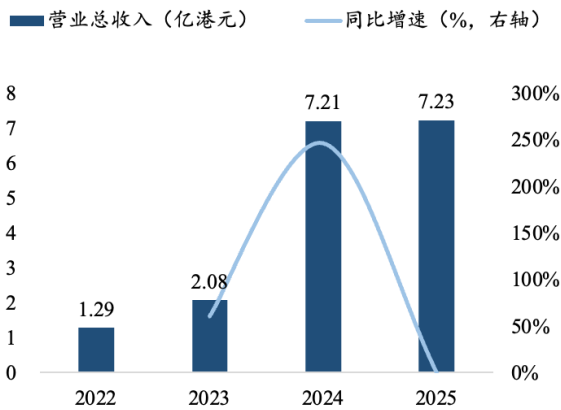
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 营收规模呈稳健增长，上市后资本结构迎实质性优化

营收高位企稳，结构优化持续推进。 1) 2022-2023 年，公司处于牌照获取与系统建设阶段，营收规模较小。2) 2024 年，随着香港及百慕大持牌交易平台投入运营，合规交易通道打通，叠加加密市场回暖，交易活跃度明显提升，带动总营收攀升。交易促成业务随之放量，成为主要收入来源，客户入金与交易规模同步增长，资产沉淀能力显著增强。3) 2025 年，公司实现营收 7.23 亿港元，同比增长 0.3%，整体进入平台期。增长放缓原因一个是外部环境影响，另外是公司 2025H1 进行战略转型，重新进行了资源配置：全球流动性收紧压制风险偏好，零售交易活跃度下降，全年交易量由 6,384 亿港元降至 5,908 亿港元；同时，公链收益率下行，压缩链上质押业务收入。在交易与链上业务承压的背景下，收入结构出现调整。资产管理业务因业绩报酬集中确认，实现 49.8% 的增长；交易业务中，机构及 Omnibus 客户占比提升，对冲了零售端下滑的影响。整体来看，公司收入驱动由交易放量转向资产管理与机构业务共同支撑，结构稳定性有所提升。

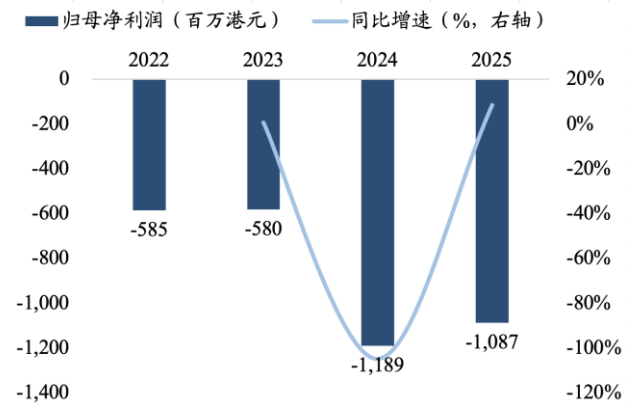
净利润：合规投入前置下的阶段性亏损。 公司 2022-2025 年归母净利润整体处亏损状态，主要由合规与技术投入前置所致。1) 2022-2023 年，亏损主要来自研发投入与全球牌照申请相关的行政及合规成本，属于基础设施建设阶段的刚性支出。2) 2024 年亏损扩大，主要由于管理层股权激励落地，股份支付费用达 5.66 亿港元。3) 2025 年费用结构边际改善，研发与行政开支下降，但仍维持较高水平以巩固合规壁垒。展望未来，平台型基础设施的规模效应即将显现：伴随 HashKey 链及 GAS 费变现模式的成熟，以及总资产规模的扩张，利润有望随规模效应逐步释放。

图3: 2022-2025 年公司营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

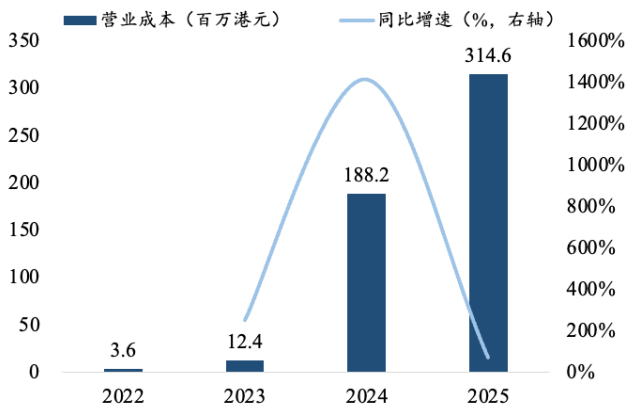
图4: 2022-2025 年公司归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

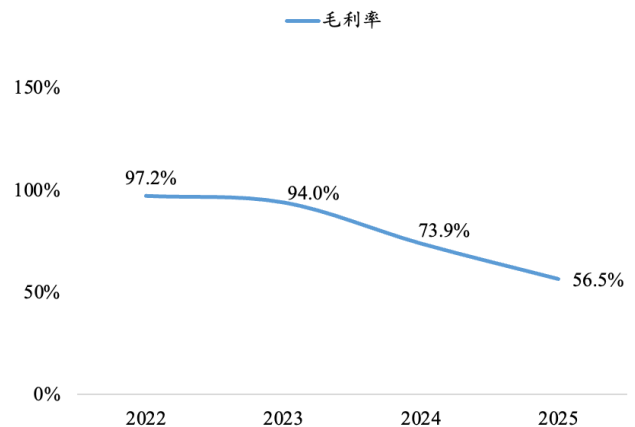
毛利与业务成本: 低边际成本优势与做市成本阶段性抬升。公司数字资产平台具备典型低边际成本特征, 但业务成本端受市场流动性周期影响较大。1) 2022-2024 年, 随着交易平台与链上基础设施逐步投运, 新增交易与质押业务的边际成本较低, 推动毛利率于 2023 年和 2024 年分别达到 94.0%与 73.9%。2) 2025 年, 公司营收同比微增 0.3%, 但业务成本同比增长 67.2%至 3.15 亿港元, 毛利率回落至 56.5%。成本上升主要来自做市相关流动性投入增加, 以维持弱市环境下的订单簿深度与客户交易体验, 具有阶段性属性, 而非结构性变化。

图5: 2022-2025 年公司营业成本



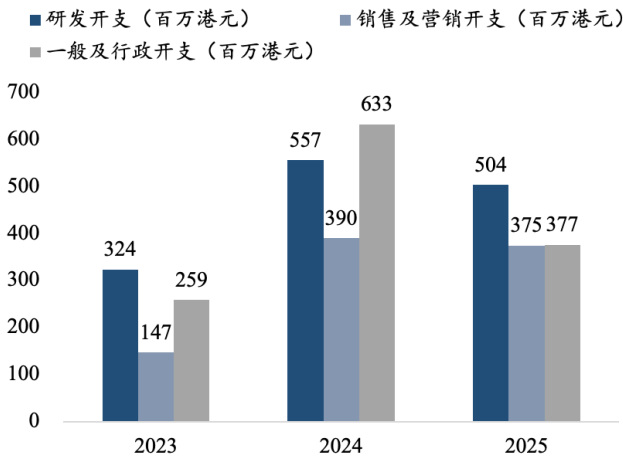
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022-2025 年公司毛利率



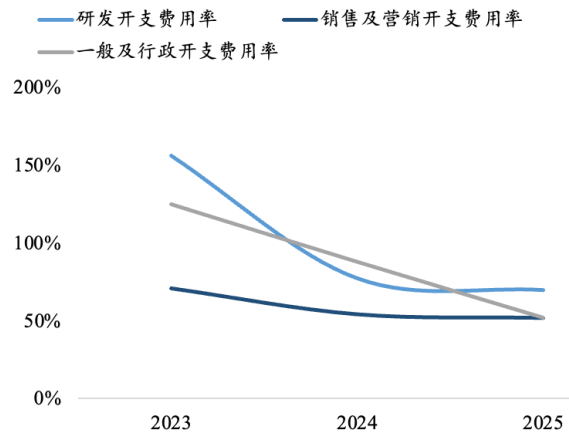
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2023-2025 年公司各项费用



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

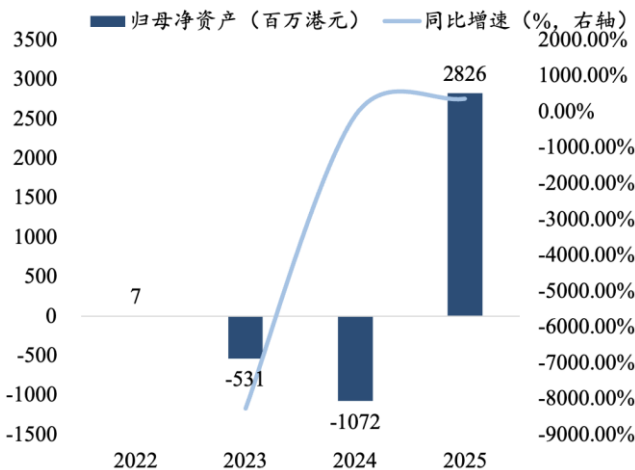
图8: 2023-2025 年各项费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

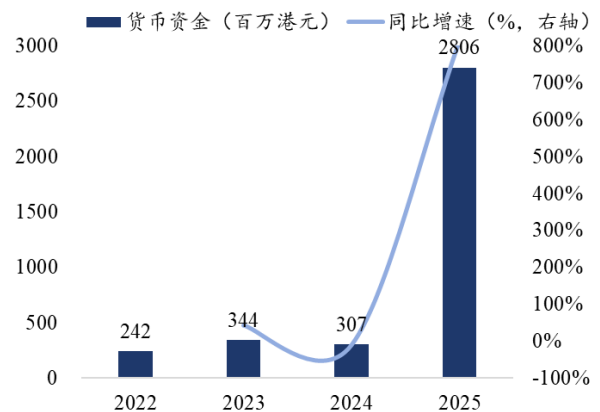
IPO 推动资产负债表修复, 流动性显著增强。1) 2022-2024 年, 公司账面维持净负债状态, 至 2024 年底为-10.72 亿港元。该结果主要源于早期融资发行的优先股在会计上被分类为“可赎回负债”, 并随公允价值变动计量, 对资产负债表形成非经营性波动影响, 并不反映经营基本面恶化。2) 2025 年公司完成上市后, 可赎回负债重分类为权益工具, 资本结构完成重构, 期末转为净资产状态, 归母净资产达 28.26 亿港元。同时, IPO 带来资金注入, 期末货币资金增至 28.06 亿港元, 流动性显著增强。募集资金计划主要用于交易系统升级、全球业务拓展及风控体系建设, 资金投向以基础设施与风险控制为主。

图9: 2022-2025 年公司归母净资产及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022-2025 年公司货币资金及同比增速



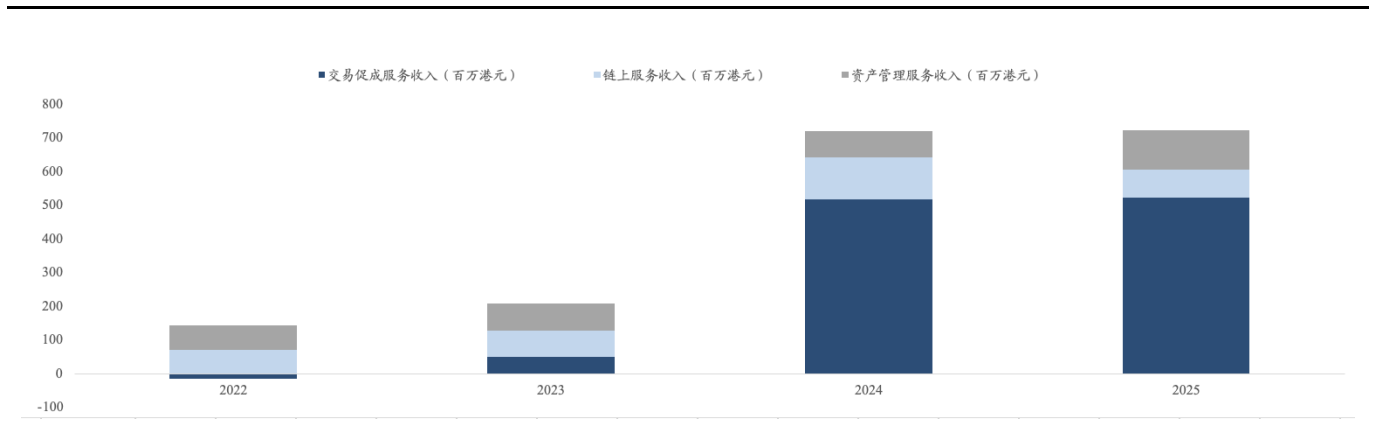
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4. 三大业务引擎协同, 规模效应支撑盈利拐点加速到来

业务结构演进: 由交易驱动转向多元结构。2024 年持牌交易所上线后, 交易促成业务成为主要收入来源, 推动规模快速扩张。2025 年, 在交易量回落背景下, 收入结构出现

分化：交易促成服务仍为主导，但资管业务因确认业绩报酬占比提升，链上业务则阶段性收缩。当前收入已由单一依赖交易活跃度，转向交易通道、资产管理与链上服务共同支撑。

图11：2022-2025 公司业务收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

交易促成服务：由零售转向机构。1) 2022-2023 年，交易板块仍处于系统建设与牌照申请阶段，尚未形成规模收入。2) 2024 年，受市场回暖带动，零售交易放量，收入快速增长。3) 2025 年，零售交易回落，但整体收入保持稳定，主要来自机构客户增长。依托法币出入金通道，公司承接传统金融机构、企业及券商资金。机构交易规模与稳定性更高，对冲零售波动。

链上服务：业务重心向资产代币化延伸。前期业务以节点验证与质押为主，依赖公链活跃度与收益率。1) 2022-2024 年维持较高盈利水平。2) 2025 年，质押收益率下行，收入同步收缩，周期属性明显。公司开始转向 RWA 代币化相关服务，覆盖资产上链、发行与流动性管理。收入来源由链上收益，转向项目服务费。

资产管理服务：业绩报酬兑现带动收入释放。资产管理业务在早期主要承担项目孵化与资金配置功能。1) 2022-2024 年，收入以管理费为主，随在管规模增长而稳步提升。2) 2025 年，随着前期投资项目进入退出阶段，部分基金实现收益兑现，带动业绩报酬集中确认，使该板块收入出现明显增长。在交易与链上业务受市场波动影响的情况下，资产管理收入的提升对整体业绩形成一定支撑。

表2: HashKey 主要业务 (截至 2025 年)

业务分类	业务介绍	收入构成	占比营收
交易促成服务	通过持牌交易所 HashKey Exchange 提供现货交易服务, 支持 BTC、ETH 等主流币种, 覆盖法币出入金、订单簿撮合、大宗 OTC 交易。	1. 交易佣金 (按费率收取) 2. OTC 价差收入 (净额列账) 3. 数字资产公允价值变动收益 (如币价波动带来的损益)	72%
链上服务	1. 质押服务: 为机构客户提供数字资产质押服务。 2. 代币化服务: 将现实世界资产 (如金融资产、贵金属) 上链发行代币。 3. HashKey Chain: 自研 Layer 2 公链, 支持 RWA 代币化, 计划通过 Gas 费实现商业变现。	1. 质押服务收益 (节点奖励分成) 2. 代币化项目分成公链 3. Gas 费	12%
资产管理服务	1. 风险投资基金: 投资早期区块链项目, 累计完成 400+ 笔投资, 回报率超 10 倍。 2. 二级市场基金: 发行比特币/以太坊 ETF (与博时基金合作), 管理规模 78 亿港元。	1. 管理费 (年化 1.5%-2%) 2. 业绩提成 (超额收益部分)	16%

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

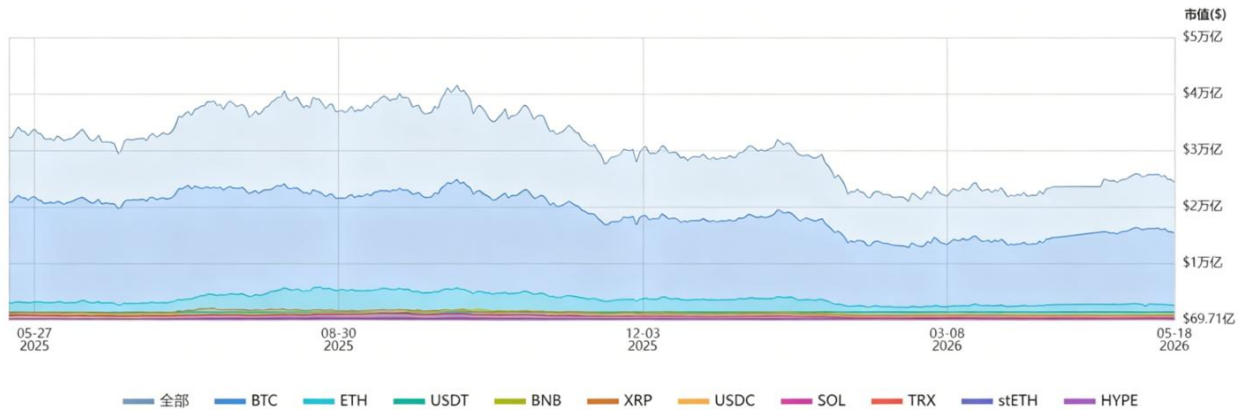
2. 蓝海行业势头正旺, 市场广阔潜力十足

2.1. 传统金融架构革新, 链网提速降本增效

传统体系成本高昂, 中介繁多效率不佳。当前金融体系仍沿用数字时代前发展架构, 交易需多个中介处理, 导致结算即时性差、手续费高昂; 而新型数字体系下, 基于分布式账本技术的区块链网络, 因交易随时可验证而有效防止恶意篡改, 实质性消除多重对账, 进而极大降低手续费并提高结算速度。

新架构下, 数字资产应运而生, 并随区块链技术成熟、监管明确性提高和用户参与度提升的趋势, 从边缘投机产品逐步向合规主流资产迈进。以数字资产中最成熟的加密货币为例, 截至 2026 年 5 月 19 日, 加密货币总市值达 2.4 万亿美元, 流通中代币数量超 20000 种, 近 24 小时成交额达 813.4 亿美元。数字资产领域各类型业务的炙手可热推动着行业的蓬勃发展, 具体而言上、中、下游业务可分别分为发行方、渠道方和应用方。

图12: 2025-2026 年全球主要加密货币总市值变化趋势 (截至到 2026 年 5 月 19 日)



数据来源: fxh.ai, 东吴证券研究所

监管明确支撑有力, 机构参与引领浪潮。清晰的监管框架是行业健康发展的先决条件。随着美国、欧盟和香港等主要司法管辖区相继出台更为明确的监管框架, 投资者保护更为有力, 机构参与也更为积极, 全球金融巨擘如贝莱德、摩根大通开始提供数字资产服务。截至 2026 年 5 月 15 日, 贝莱德旗下 IBIT 持有约 81.7 万枚 BTC, 市值超 646.5 亿美元。

表3: 主要司法管辖区出台的数字货币监管法律法规

司法管辖区	法律法规名称及出台/实施时间	核心内容
香港	《适用于数字资产交易平台的指引》, 2023 年 6 月出台 CRS2.0, 2026 年 3 月出台	证监会要求合规平台在 资产保管、反洗钱等方面达到与传统金融机构同等标准 , 以保障投资者利益; 引入 CARF 覆盖同质化代币、加密衍生品等, 加密资产服务商需履行 KYC 和报送义务
欧盟	《加密资产市场监管条例》(MiCA), 2026 年 3 月全面实施, 6 月 30 日过渡期结束	要求发行方需发布经批准的白皮书, 服务商须获授权并受持续监管, 强化运营韧性及落实消费者保护措施。
美国	GENIUS 法案, 2025 年 6 月出台 CLARITY 法案, 2025 年 7 月出台	仅允许持牌金融机构发行与美元 1:1 挂钩的币种, 强制实行 100% 资产储备制度, 储备资产限于现金、国债等高流动性资产; 对交易所、经纪商及做市商设定标准, 以提高市场透明度

数据来源: SFC, OECD, 美国政府官网, 东吴证券研究所

转向在岸趋势明确, 持牌交易方可合规。数字资产经济的渠道方(下文称“虚拟券商”)主要开展的业务与传统金融券商类似, 主要是场内促成交易和场外做市。尽管在岸和离岸服务提供商在领域内均有市场, 但后者早期野蛮管理混乱, 爆发 MT.Gox、FTX 等巨头倒闭事件, 严重削弱了市场信心。这一信任危机促使交易活动加速从离岸向具备明确监管属性的“在岸”交易所转移。在岸交易所必须在特定司法管辖区注册实体并获取牌照, 接受包括反洗钱(AML)、客户身份识别(KYC)在内的全面合规监管。这种透明、受监管的运营模式更受审慎型客户及机构投资者的青睐, 成为行业发展的主流方向。

表4: 在岸服务提供商与离岸服务提供商对比

维度	监管状况	客户获取	服务类别	法币获取	资产安全	风险偏好
在岸提供商	持牌经营, 受全面数字资产法定框架监管	服务完成 KYC/AML 验证合规客户	提供获监管部门批准的合规产品	直接接入银行系统, 安全存取/兑换法币	遵守严格托管及网络安全标准, 有追索权	审慎型, 重视资产安全与合规保障
离岸提供商	无牌/弱监管, 运营于未获许可的司法管辖区	接纳有限/无 KYC/AML 验证的客户	提供不受法规约束的产品, 法律风险高	依赖第三方支付或 P2P 转账, 缺乏标准化监管	缺乏正式资产/监管保障, 有限追索权	激进型, 追求高杠杆/匿名性, 接受对手方风险

数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

法律填补监管空白, 持牌交易趋势明显。近年来, 随着全球主要经济体监管框架的完善, 持牌交易成为刚需, 数字资产正加速进入合法化、规范化的新阶段。截至 2025 年 11 月, 欧盟 MiCA 框架下法国、卢森堡等 11 国已经正式颁发 CASP 牌照; 截至 2026 年 4 月 25 日, 美国 GENIUS 法案下 Circle、Bitgo 申请 PPSI 牌照已获得 OCC 初步批准; 截至 2026 年 4 月 25 日, Binance 等 45 家机构已取得迪拜 VASP 牌照。牌照的颁发意味着司法管辖区对数字资产的态度发生了明显转变, 开始为数字资产交易保驾护航。众多经济体中, 美国、欧盟及中国香港合规框架迅速完善, 成为引领浪潮的先锋。

三位一体全面监管, 全域防控风险闭环。根据普华永道 2025 及 2026 年数字资产监管报告 (Global Crypto Regulation Report), 世界主要经济体中, 美国、欧盟及中国香港在监管框架 (Regulatory Framework)、注册牌照 (Licensing/Registration)、资金流动追踪规则 (Travel Rule) 等核心维度均已落地, 构建了“顶层法律+合规牌照+监管机构”三位一体体系。目前, 中国大陆对虚拟货币仍采取严格禁止的态度, 加大执法力度的同时实行境外穿透, 禁止机构和个人参与任何相关金融活动。虽然中国大陆与中国香港立法立场迥异, 但其均秉承严格控制风险、实施全面监管的态度。

表5: 美国、欧盟及中国香港“三位一体”监管框架 VS 中国大陆

司法辖区	对数字资产态度	顶层法律	监管机构	合规牌照
美国		Genius 法案 (2025.6) Clarity 法案 (2025.7)	联邦: SEC、CFTC 等; 各州: 如 NYDFS (纽约)	联邦: PPSI 州: 如 BitLicense (纽约)
欧盟	严格监管	MiCA (2026.3)	欧盟: ESMA 各国: 如 BaFin (德国)、AMF (法国)	CASP
中国香港		《适用于数字资产交易平台的运营者的指引》(2023.6)	SFC 等	VATP, 外加升级牌照等
中国大陆	明确禁止	《关于进一步防范和处置虚拟货币等风险的的通知》		---

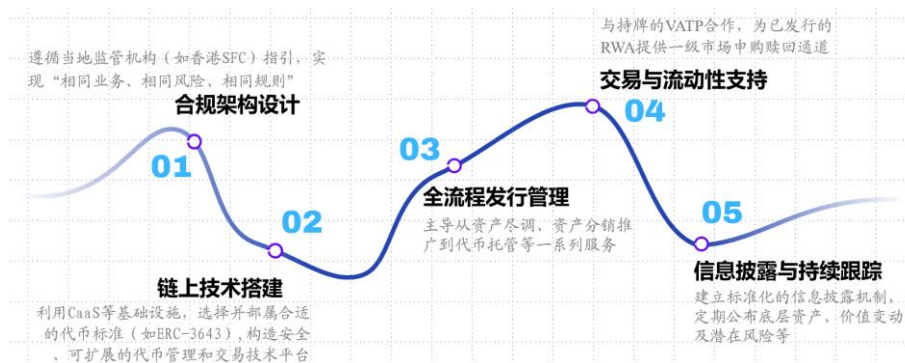
资料来源: 美国政府官网, OECD, SFC, 中国人民银行, 东吴证券研究所

注: 香港具体升级牌照见后文

2.2. 发行方: RWA 助推传统金融转型

区块链技术赋能实体资产，新渠道融资市场空间广阔。作为整个生态的起点，发行方主要负责资产的创造与合规发行。一套完整的发行流程包括设计合规架构设计、链上技术搭建、流程发行管理、交易与流动性支持与信息披露等后续跟踪服务。发行方的核心业务——资产代币化，围绕上述流程展开：通过将债券、基金、房地产等实体资产的所有权或收益权上链转化为数字代币，实现拓宽融资渠道、提升资产流动性等企业管理目标。

图13: 发行方发行业务流程图



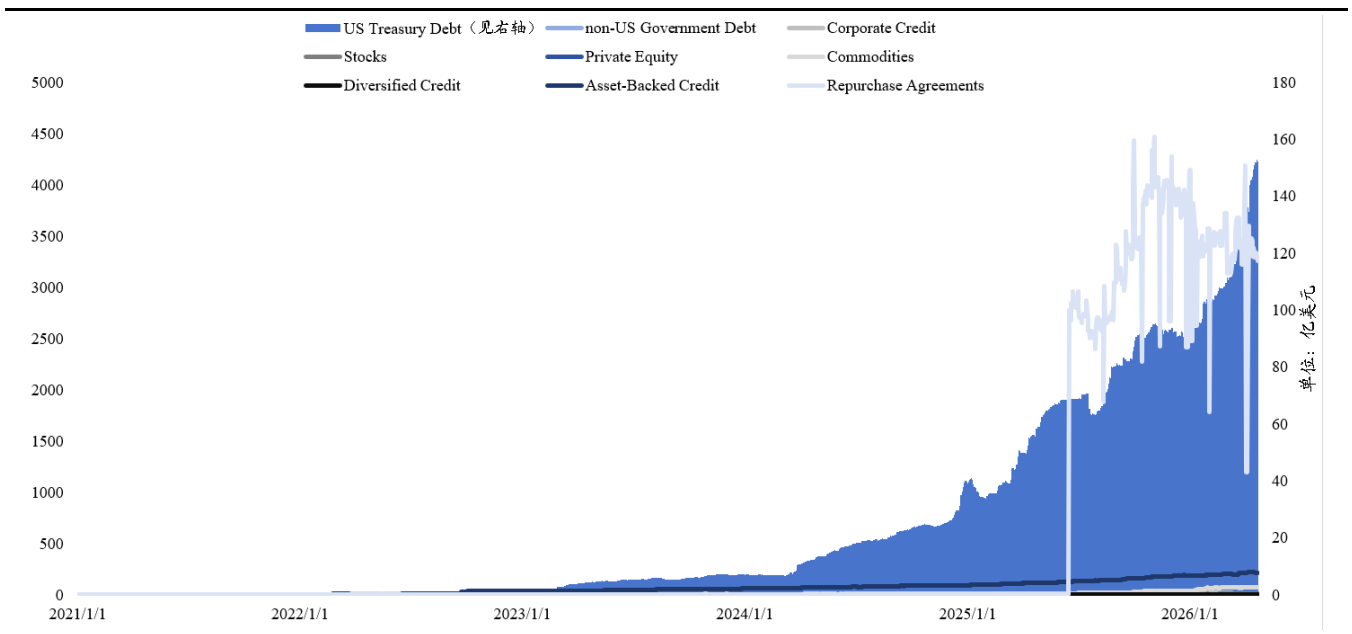
数据来源: 由东吴证券研究所非银组绘制

概念落地走向应用，市场广阔潜力巨大。RWA 上链浪潮在 2024 年后明显提速，越来越多的 DeFi 协议开始支持 RWA, TradFi 和 DeFi 正在通过 RWA 加速融合:2024 年，

富兰克林邓普顿（Franklin Templeton）在 Polygon 和 Stellar 区块链上对 3.8 亿美元的美国国债基金进行了代币化；贝莱德（BlackRock）与代币化平台 Securitize 合作发行代币化基金 UIDL；花旗、汇丰、渣打等银行组成 Guardian Wholesale Network，在真实监管沙盒环境中测试国债的链上交易结算。RWA 市场规模迅速扩大，已由 2024 年初的 17.4 亿美元跃升至 2026 年 3 月的 270.1 亿美元，增幅高达 1454.75%。随着代币化成本的降低，法律框架和监管架构的完善，未来 RWA 将具有高度广阔的市场空间。

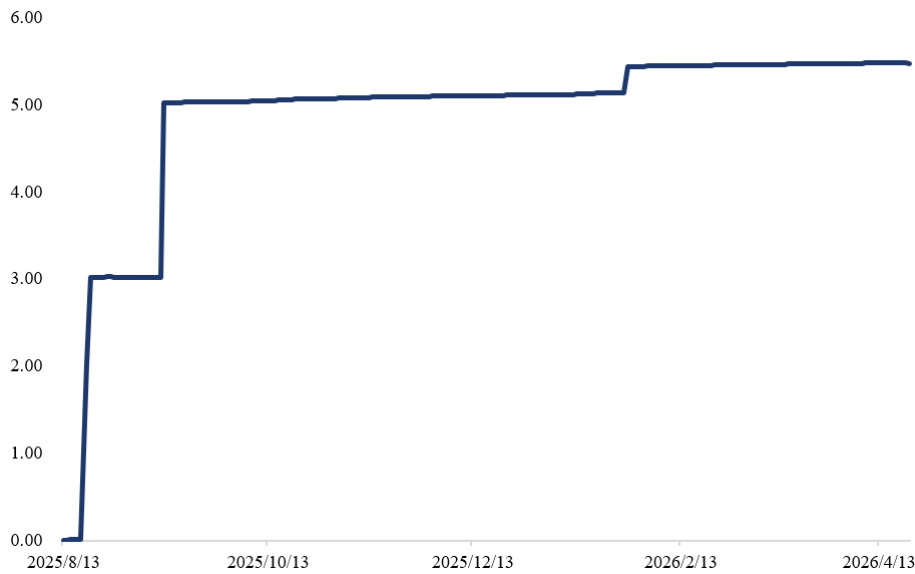
蓝海市场势头正猛，相关服务水涨船高。据 RWA 和弗若斯特沙利文的数据，**全球代币化服务市场正从早期快速扩张阶段过渡到更成熟和规范化**的发展阶段，截至 2026 年 5 月 19 日，**全球 RWA 分布式 (Distributed) 资产总市值突破 337.1 亿美元**，约为 2023 年 1 月时的 23 倍；**排除回购协议后，规模第一的 RWA 种类为美国国债**，代币化市值规模达 **152.2 亿美元**，为 2023 年 1 月时的 148 倍；**截至 2026 年 4 月 22 日，香港 RWA 底层资产总市值突破 9.4 亿美元**，其中**规模最大的是华夏美元数字货币市场基金**，市值**超 5.4 亿美元**。据弗若斯特沙利文数据，预计 2024-2029 年 RWA 相关服务市场规模仍将以 **201.5%** 的复合年增长率继续高速增长。这种“成熟市场中的爆发性子赛道”格局，丰富平台产品供给并推动发行端活动的活跃。

图14: 2021-2026 年 4 月 24 日 全球主要品种 RWA 市值变化 (单位: 亿美元)



数据来源: rwa.xyz, 东吴证券研究所

图15: 2025-2026年4月 华夏美元数字货币市场基金市值变化 (单位: 亿美元)



数据来源: rwa.xyz, 东吴证券研究所

2.3. 渠道方: 合规大势加速交易平台演变

技术要求筑牢壁垒, 符合要求企业较少。虚拟券商作为虚拟经济中最活跃的部分, 也面临最严峻的安全性挑战, 除正常的资金实力要求外, 对于 Web3.0 基础设施的硬性依赖也使众多企业望而却步。相关监管法律尚未完善前, 传统金融机构及交易所几乎不涉足此领域, 也未在 Web3.0 基础设施上有较大投入, 因而一时难以进入; 相较之下, 最初专注于数字资产交易的金融科技企业具有深厚的区块链基础, 能够在法规正式出台后迅速让技术变现, 并以这一技术壁垒筑建起强大的业务护城河。

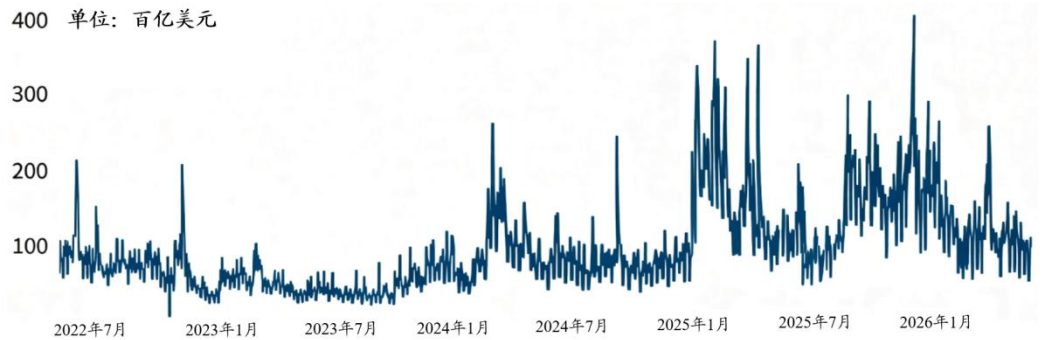
表6: 虚拟金融机构及交易所 VS 传统金融机构及交易所

	虚拟金融机构及交易所	传统金融机构及交易所
相同点	①需要足够的资金才能准入 ②合规化, 需要持牌交易, 收到法律明确监管	
不同点①	对 Web3.0 基础设施要求极高	对 Web3.0 设施要求无明确要求
不同点②	要求“冷热钱包分离”	银行三方托管基金
不同点③	多重签名才可访问钱包及交易	单一密码即可交易
不同点④	7*24 小时永不休眠	5*24 小时随交易所休市
不同点⑤	密钥额外管理: 私钥+密码	密码+人脸/指纹等

数据来源: SFC, 东吴证券研究所

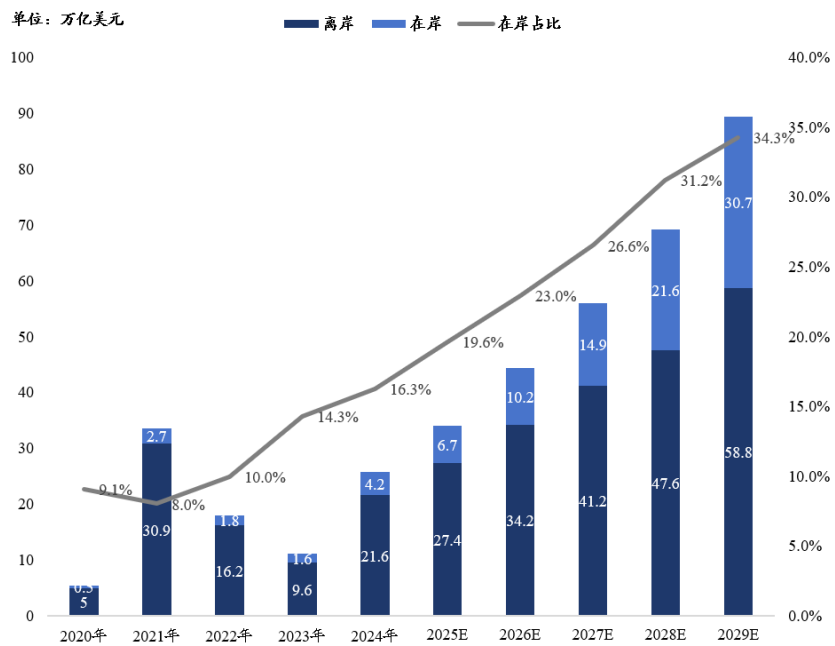
市场规模迅速增长，在岸占比尤为显著。全球市场对数字资产交易合规化响应积极，截至2026年4月24日，数字资产前24h交易量已由2022年同期的549.1亿美元增长164.29%至1451.2亿美元。其中，在岸交易所地位水涨船高。根据弗若斯特沙利文的数据，截至2025年12月，全球数字资产交易促成服务市场规模（以单边交易量计算），由2020年的5.5万亿美元增长至2024年的25.7万亿美元，复合年增长率为47.0%，预计2025-2029年将保持年均26.6%的速度持续增长；在岸交易量由2020年的0.5万亿美元跃升至2024年的4.2万亿美元，复合年增长率为70.2%，据弗若斯特沙利文，预计2025-2029年将保持年均48.9%的速度高速增长。

图16：全球数字资产交易促成服务市场规模



数据来源：cn.investing，东吴证券研究所

图17：全球数字资产交易促成服务市场（分离岸与在岸交易）规模预测



数据来源：Coindesk, Coingecko, 弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

注：2025E 及以后数据为预测值

响应监管升级牌照，后来居上占领市场。据 Coindesk 等多家数据，未来交易所将由离岸向在岸交易所转移，预计 2025-2029 年在岸交易规模年均增速约 50%，远超离岸的约 20%。这一背景下，坚持走合规道路的 HashKey Exchange 顺时代浪潮而行，2023 年获香港证监会许可升级 1 号（证券交易）、7 号（自动化交易服务）牌照，跻身香港获批机构前列（首次获批仅 2 家），正式成为同时为专业投资者及零售投资者提供比特币等主流数字资产交易服务的 VATP。香港数字资产各类业务获批牌照中，升级 1 号牌和 7 号牌是交易所必备的牌照之一，而 HashKey 正依靠这一先发优势迅速崛起，利用牌照加深护城河的同时，挑战香港原唯一上市 VATP OSL 的权威地位，并最终后来居上一举夺魁。2025 年，HashKey 交易促成服务交易量达 5908 亿港元，以交易量表示的区域性在岸数字资产交易所市占率已经超越 OSL，成为香港乃至亚洲 VATP 巨擘。

表7：香港数字资产相关业务牌照梳理

牌照类别	具体牌照	数字资产业务相关内容	规管活动类别
传统 SFC 数字资产业务牌照	升级 1 号牌	透过综合账户安排 提供数字资产交易服务	证券交易
	升级 4 号牌	就数字资产提供意见	提供证券交易意见
	7 号牌	能够提供线上交易平台服务，适用于数字资产业务场景	自动化交易服务
	升级 9 号牌	管理投资超过 10% 数字资产投资组合。	资产管理
数字资产交易平台 (VATP)	数字资产交易平台 VATP	经营数字资产交易平台，提供数字资产交易、托管等服务。	-

数据来源：SFC，东吴证券研究所

表8：12 家获得正式发牌的数字资产交易平台

中央编号	交易平台名称	发牌日期	备注
BPL992	HashKey Exchange	2022/11/9	HashKey Group
BPJ213	OSL Exchange	2020/12/15	OSL 集团
BPW549	HKVAX	2024/10/3	香港数字资产交易所有限公司
BPO721	HKbitEX	2024/12/18	香港数字资产交易集团有限公司
BUA970	Accumulus	2024/12/18	云账户旗下
BUN619	DFX Labs	2024/12/18	连连数字旗下
BUT670	EX.IO	2024/12/18	
BUY578	PantherTrade	2025/1/27	富途旗下
BUT913	YAX	2025/1/27	老虎旗下
BUQ956	Bullish	2025/2/18	Block.one 的子公司
BSI739	BGE	2025/6/17	HKE Holdings 旗下全资子公司
BTF116	VDX	2026/2/13	胜利数码科技有限公司

数据来源：SFC，东吴证券研究所

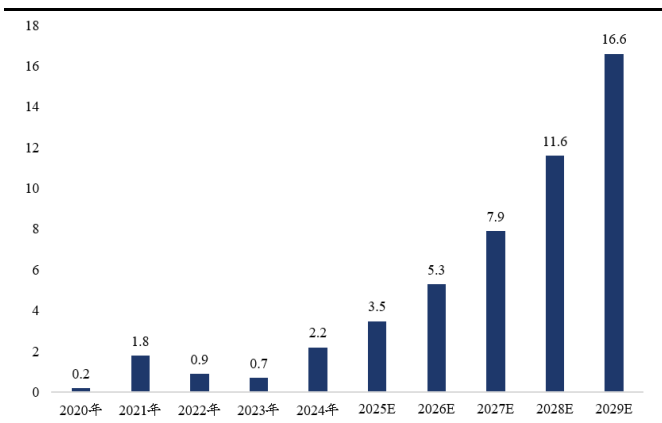
表9: HashKey 集团主要持牌一览

地区	发证机构	牌照种类	发证时间
香港	SFC	升级第 1 类 (证券交易+零售)	2023 年 8 月
		第 4 类 (投资咨询)	2024 年 5 月
		升级第 7 类 (自动化交易服务+零售)	2023 年 8 月
		升级第 9 类 (资产管理)	2024 年 4 月
		VASP (交易所)	2022 年 11 月
海外	BMA	百慕大 (BMA) F 类	2024 年 3 月
	爱尔兰央行	VASP	2025 年 1 月
	VARA	迪拜 VASP	2025 年 1 月
	MAS	新加坡 CMS 资本市场服务牌照	2023 年 12 月
	FSA	日本 FSA CAESPs	2022 年 11 月前

数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

亚洲市场一骑绝尘, 香港表现更为亮眼。HashKey 选择香港作为公司总部绝非偶然: 全球受严格监管的主流市场 (美国、欧盟、中国香港) 中, 亚洲市场作为全球在岸市场的中流砥柱, 2024 年交易促成服务市场规模达 2.2 万亿美元, 占据全球市场半壁江山 (52.4%)。相较于其他区域性市场, 香港的增长速度与合规化程度表现更为亮眼, 其凭借全球金融中心地位, 以高度完备的 VASP/VATP 制度为保障、活跃熟练的投资者基础为动力, 市场规模由 2020 年的 10 亿美元猛增至 2024 年的 260 亿美元, 以 125.8% 的复合年增长率于在岸市场蓬勃发展潮流中独领风骚。在这一背景下, 2018 年成立的 Hashkey 迅速在香港市场称霸一方: 以 2024 年交易量总额计算, 公司是全球第 6 在岸供应商; 2025 年, 再度蝉联亚洲第 1 的区域性在岸供应商和香港第 1 的供应商, 并在 2026 年 rootdata 的加密货币交易所透明度排名中位居 14。

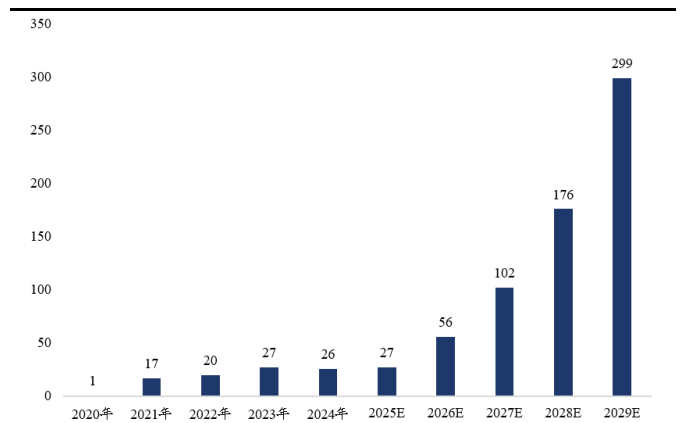
图18: 亚洲服务在岸市场规模 (单位: 万亿美元)



注: 2025E 及以后数据为弗若斯特沙利文预测值

数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图19: 香港服务在岸市场规模 (单位: 万亿美元)



注: 2025E 及以后数据为弗若斯特沙利文预测值

数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

表10: 全球在岸交易促成服务供应商透明度排名 (截至 2026 年 4 月 24 日)

排名	公司	注册地	近 24h 交易量 (亿美元)
1	Coinbase	美国	18.88
2	Kraken	美国	11.01
3	Upbit	韩国	17.17
4	Crypto.com	马耳他	17.43
5	HashKey	中国香港	0.57

数据来源: rootdata.com, 东吴证券研究所

2.4. 应用方: 各类业务百花齐放, 金科企业聚焦质押&资管

金融活动转至链上, 重塑整体战略布局。数字资产行业应用方业务围绕区块链展开, 通过将合约上链实现。随着区块链技术进步, 金融活动正由中心化 (CeFi) 向去中心化 (DeFi) 转变, 结构性迁移至链上, 进而重塑整个生态系统的战略布局: **原生企业构建基础设施**, 头部金融科技企业纷纷建立自有链路, 如 Coinbase 推出 Base、Circle 推出 Arc、Crypto.com 升级其生态网络, 旨在抢占底层公链赛道; **传统巨头布局资产上链**, 贝莱德 (BUIDL)、富达 (FDIT) 等机构通过发行链上资产, 简化结算流程, 推动现实世界资产 (RWA) 的大规模采用; **安全厂商提供合规底座**, 三未信安、锐成信息等通过提供加密即服务 (CaaS), 为金融活动数据安全提供底层技术保障。对于金融科技企业而言, 其依托自身科技护城河+金融属性, 主要业务为质押和资产管理服务。

图20: 数字资产经济应用方业务格局



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

质押新业态助力转型，市场份额极速扩大。随着主要区块链向权益证明（PoS）机制转型，质押已成为基础性链上服务。除直接质押、委托质押外，流性质押协议和再质押平台的出现，在助力 DeFi 应用的同时进一步提升了资本效率，使质押兼具维护网络安全层与创造核心收益的双重功能。

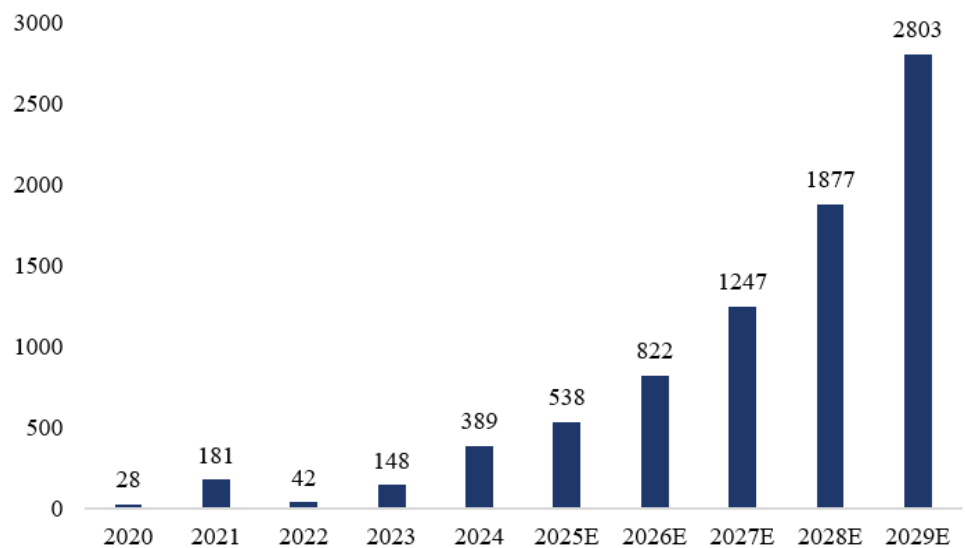
图21：质押业务示意图规模



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

市场份额极速扩大，质押业务蓬勃发展。截至 2025 年末，全球质押市场规模超 2450 亿美元；与此同时，全球质押服务市场也蓬勃发展，以质押资产计算的市场规模水涨船高。根据 Staked 和弗若斯特沙利文的数据，由 2020 年的 280 亿美元增长至 2024 年的 3890 亿美元，复合年增长率高达 93.2%，预计 2025-2029 年将以年均 48.4% 的速度进一步增长，2029 年突破 2.8 万亿美元。

图22：全球质押服务市场规模（单位：十亿美元）

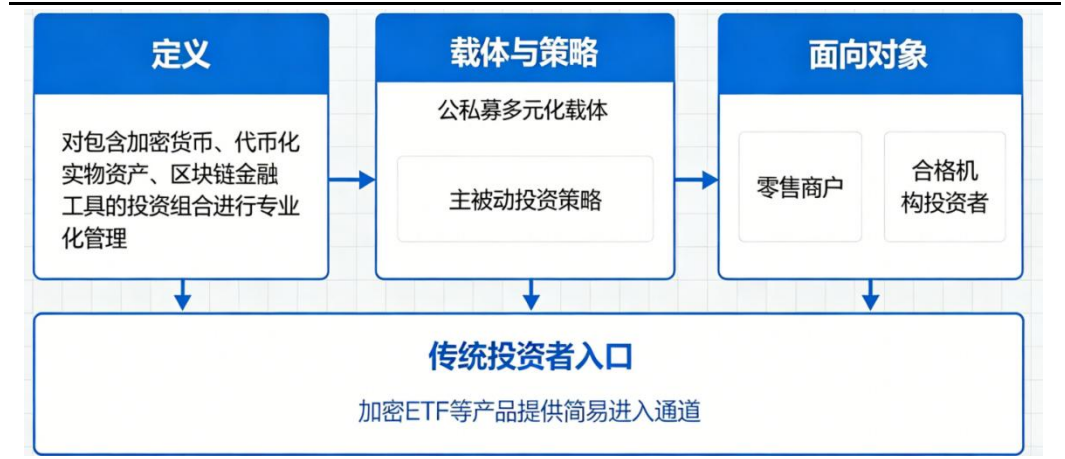


注：2025E 及以后数据为弗若斯特沙利文预测值。

数据来源：Staked，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

主流投资另辟蹊径，方便客户简易进入。数字资产管理服务指对主要包含加密货币、代币化实物资产以及基于区块链的金融工具等投资组合的专业化管理，既包含公私募多元化载体，又涵盖主被动投资策略；既面向零售商户，又对合格机构投资者开放。随着数字资产逐渐成为主流另类投资形式，加密ETF等产品出现，为传统投资者提供了从传统金融进入数字资产领域的简易入口。

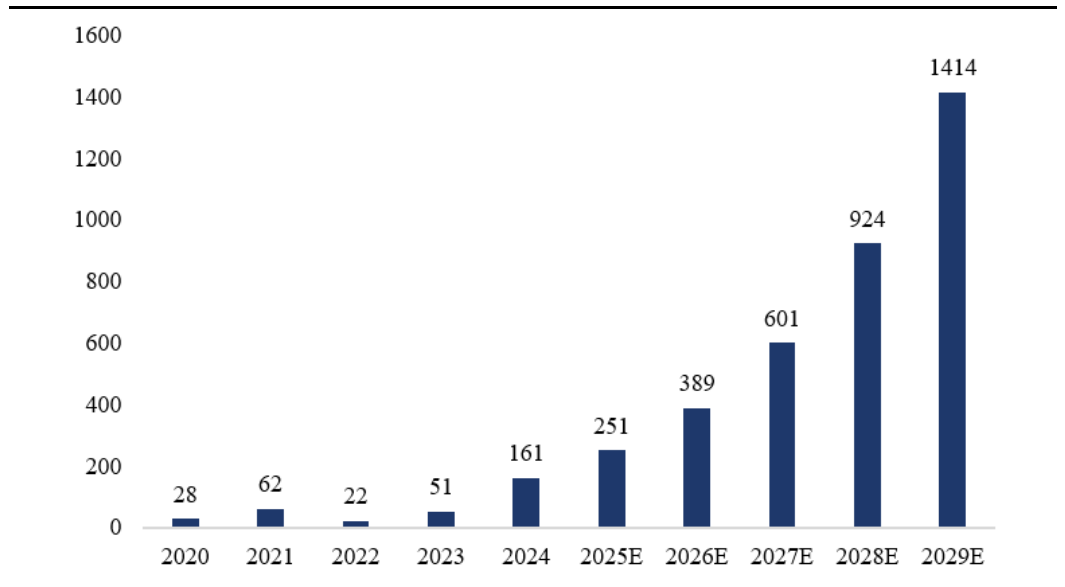
图23：资产管理服务业务示意图



数据来源：东吴证券研究所绘制

市场规模稳定增长，趋势启动势不可挡。根据 CoinShares 和弗若斯特沙利文的数据，全球数字资产管理服务市场规模由2020年的280亿美元增长至2024年的1610亿美元，复合年增长率为54.6%，反映了全球数字资产管理市场逐步成熟和趋于稳定。

图24：全球数字资产管理服务市场规模（单位：十亿美元）



注：2025年及以后数据为弗若斯特沙利文预测值。

数据来源：CoinShares，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

3. 交易促成业务一骑绝尘，链上、资管业务双管齐下

3.1. 交易促成业务：顺应全球合规趋势，持牌交易壁垒深厚

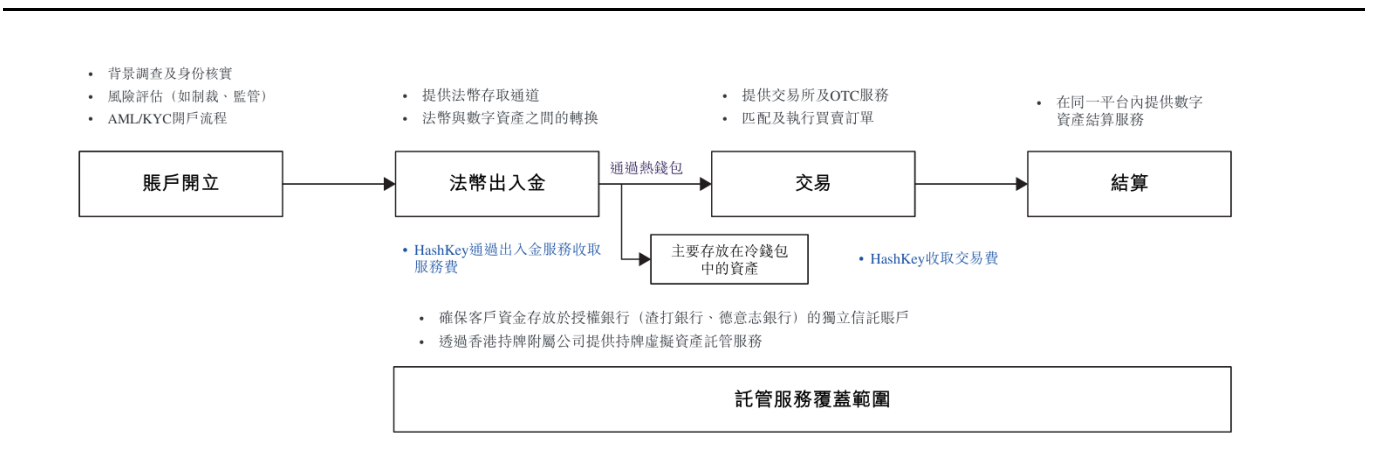
核心业务规模庞大，场外场内均有涉猎。交易促成服务为公司核心业务，以一站式交易平台为机构及零售投资者提供数字资产投资便利。2025 年，HashKey Exchange 是亚洲最大的区域性在岸数字资产平台，交易量超 5900 亿港元。截至 2025 年 12 月 31 日，公司平台支持 USDT、BTC、ETH 等多种数字资产交易，其中香港交易所平台支持 27 种现货交易（3 种于 2025 年新推出），百慕大平台支持 65 种现货交易（49 种于 2025 年新推出），共有 6 个子公司在全球范围内开展相关服务。

图25：负责公司交易促成服务子公司一览



数据来源：招股书，东吴证券研究所

图26：公司交易促成服务业务模式

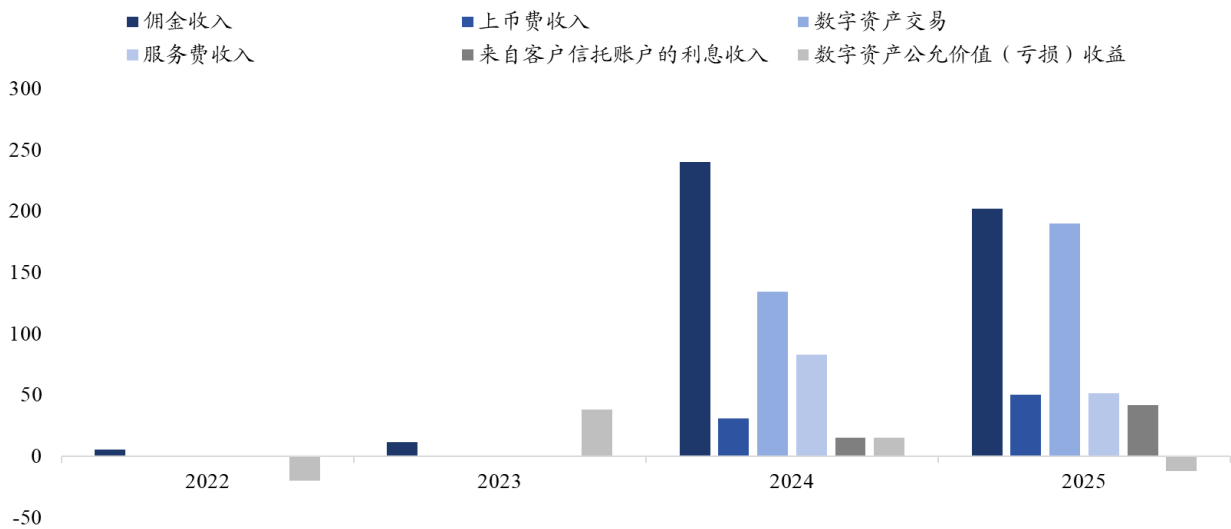


数据来源：招股书，东吴证券研究所

佣金收入一马当先，交易收入迅速崛起。1) 总体上看，佣金收入已成为目前交易促成业务的主要收入来源，2025 年占总收入 38.7%。①2022 年，由于市价波动，数字资产公允价值出现亏损，加之平台规模较小交易佣金收入有限，直接导致了交易促成业

务的亏损；②**2023年**，佣金收入大幅增长116.9%至11.58百万港元，主要是香港交易平台推出，交易量提升所致；③**2024年**，佣金收入加速增长1971.8%至239.91百万港元，主要是交易平台规模扩大及客户参与度提高所致；④**2025年**，佣金收入回落15.7%至**202.15百万港元**，主要由于公司采取战略收缩的方式确保抓住香港站市场份额；**2）收入结构趋向多元**，表明公司在占据竞争优势地位的同时，积极挖掘附属价值探索额外收入来源，包括提供提款和托管服务（服务收入）、帮助数字资产发行（上市费收入）、处置数字资产（数字资产交易收入）等。**3）积极开拓细分市场吸引不同客户**。其中，数字资产交易收入进展迅猛，由2022年的0增至2025年的189.73百万港元，主要是客户群体趋向多元，机构客户和Omnibus客户增加带来额外收入所致。

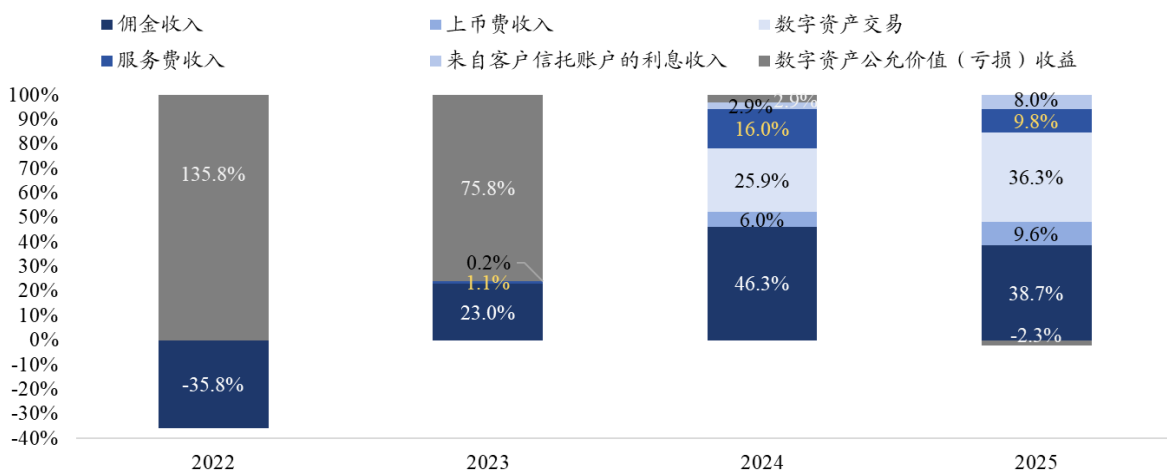
图27: 2022-2025年交易促成业务收入构成结构 (单位: 百万港元)



数据来源: 招股书, 公司官网, 东吴证券研究所

注: 2022年无上市费收入、数字资产交易、服务费收入与来自客户信托账户的利息收入; 2023年无上市费收入与数字资产交易收入

图28: 2022-2025年交易促成业务收入构成结构



数据来源: 招股书, 公司官网, 东吴证券研究所

注: 2022年公司交易促成业务整体收入及佣金收入均为负值

客户群体趋于多元，吸睛能力与日俱增。HashKey 交易促成服务客户结构，正在由零售为主向机构主导+Omnibus+零售改变。1) 成立初期，公司交易促成服务客户 100%为机构客户，2022 年机构月均交易客户 31 人，月交易量 3.49 亿港元；2023 年新增零售客户，月均交易客户 971 人，月交易量 218.49 亿港元；2) 2024 年新增 Omnibus 客户，月交易客户 4 人，月交易量 9.74 亿港元。3) HashKey 交易促成服务零售月均交易客户由 0 人猛增至 2025H1 的 14099 名，月交易量由 0 猛增至 2024 年最高点 359.36 亿港元；由于 2025 年百慕大出入金银行通道尚未上线，核心竞争力有限，用户黏性不高，公司采取战略收缩的方式以确保抓住香港站市场份额，2025 年零售用户月交易量下滑 83.0% 至 61.17 亿港元；4) 机构月均交易客户由 2022 年的 31 人增长 780.6% 至 2025H1 的 273 人，月交易量由 2022 年的 3.49 亿港元增长超 102 倍至 2025 年的 359.17 亿港元；Omnibus 月均交易客户由 0 增至 2025H1 的 8 人，月交易量由 0 增长至 2025 年的 72.00 亿港元。

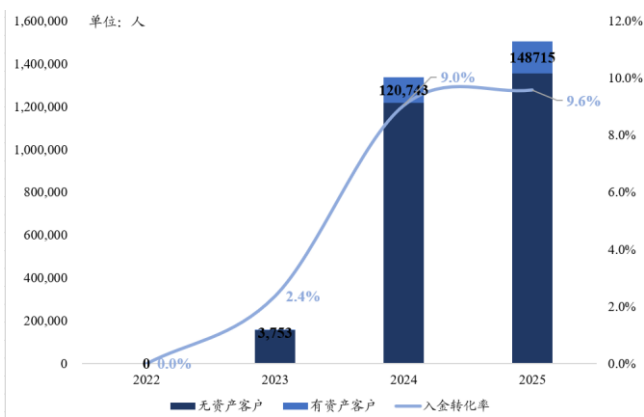
图29: Hashkey 主要客户群体分类



数据来源：招股书，东吴证券研究所

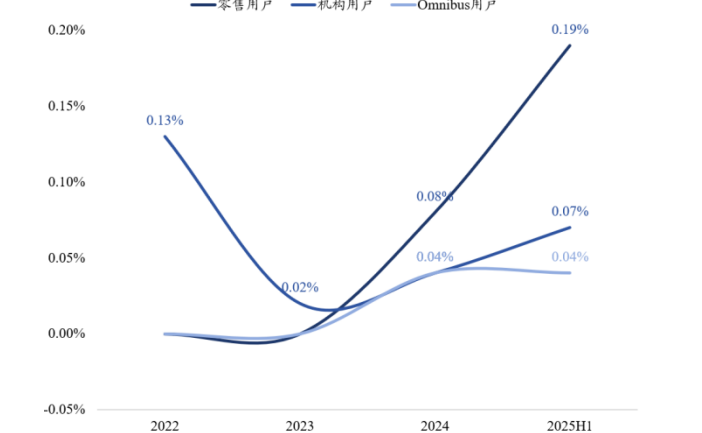
公司业务收入的渠道变现效率正逐步提高。我们定义入金转化率=有资产客户/注册客户，变现率=(佣金费用+其他收入)/同期交易量，可看出总体上二者均随客户数量增加而上升。

图30: 2022-2025 年 客户数与入金转化率变化



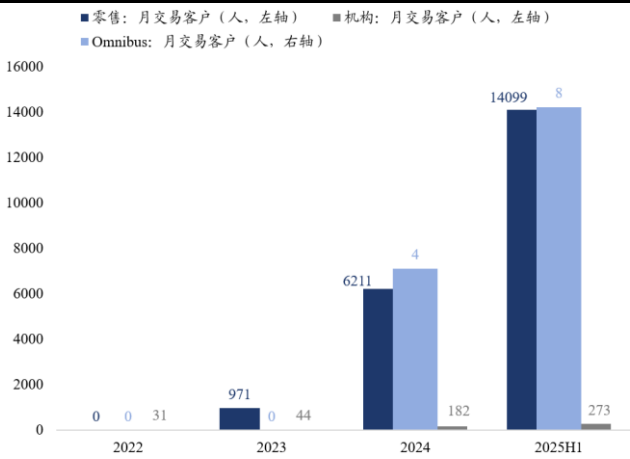
数据来源：招股书，东吴证券研究所

图31: 各客户变现率变化趋势



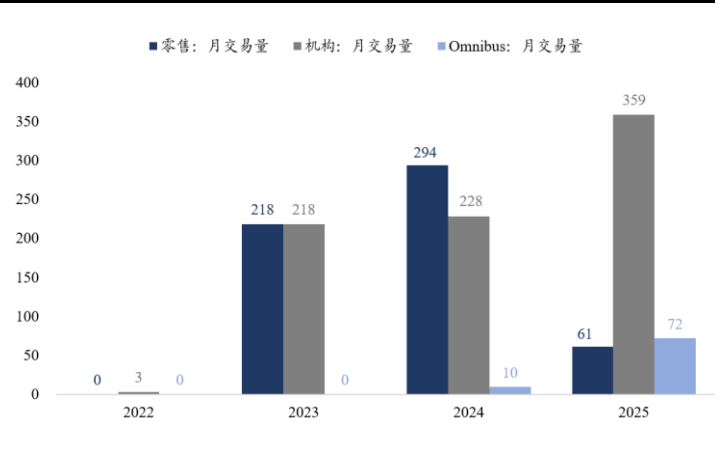
数据来源：招股书，东吴证券研究所

图32: 2022-2025H1 客户数变化



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

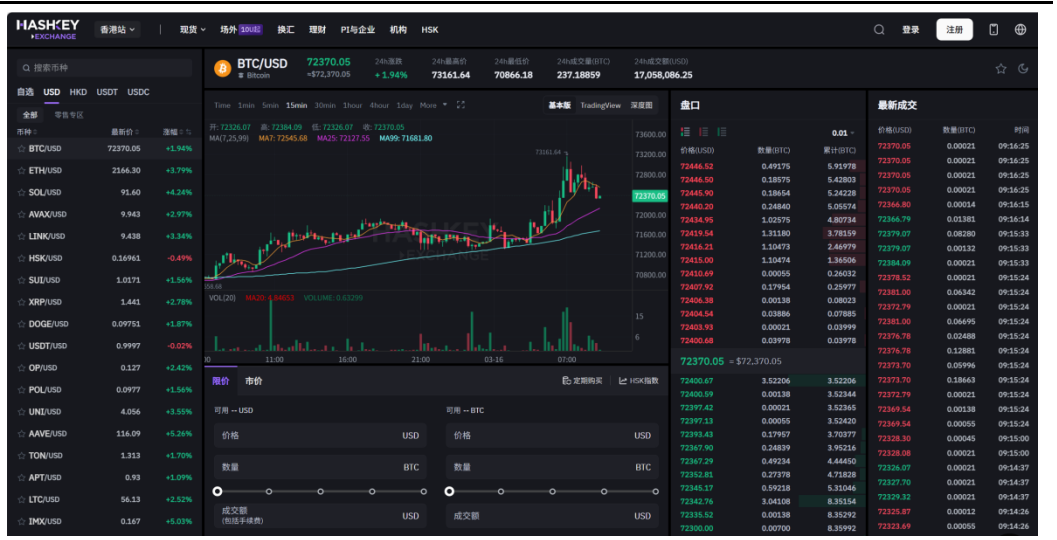
图33: 2022-2025 年各客户群体交易量变化 (单位: 亿港元)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

专注机构客户服务, 零售服务同步推进。①平台为所有用户提供全生命周期服务, 包括机构级托管、OTC 及交易所交易和监督友好型投资产品。②但与此同时, 公司依然高度重视零售用户这一在推动数字资产长期发展中有策略重要性的分部, 通过一站式平台, 为零售用户提供交易全链条服务的同时, 提供教育资源、市场洞察及风险管理工具作为补充。③除此之外, 机构用户和零售用户均可访问订单簿界面, 而该功能在其他平台通常仅对机构用户开放。

图34: HashKey Exchange 香港站订单簿交易界面

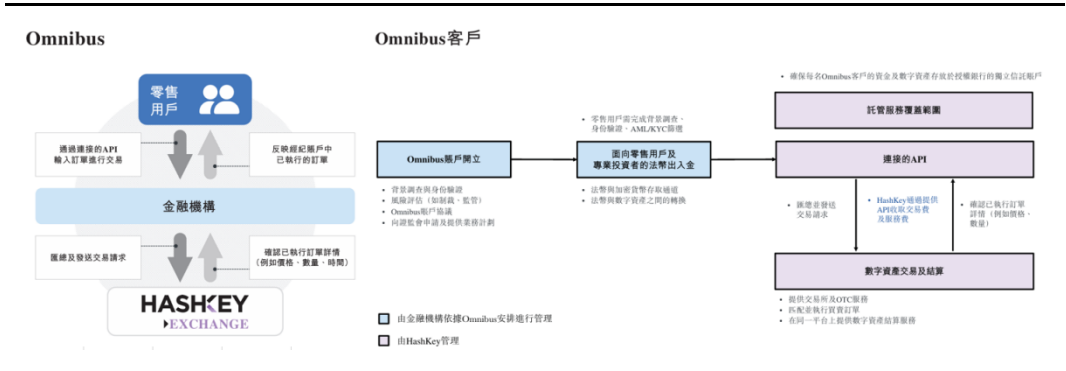


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

Omnibus 业务通过 B2B2C 模式为业务增长注入强大动能。Omnibus 客户指获证监会发放牌照允许提供数字资产服务的金融机构。券商作为前端接口服务其终端客户, 而后端则连接 HashKey 的交易系统进行撮合和清算。公司高度重视 Omnibus 客户, 从 2024 年新增该客群以来, 公司始终将其作为发展战略的重要一环。目前 HashKey 在此领域占据香港市场的绝对主导地位, 截至 2025 年 12 月, 公司旗下 Omnibus 服务已为胜利证券等超 30 家机构提供数字资产交易、托管及交割一揽子服务, 覆盖香港约 90% 的持牌券

商。Omnibus 客户年交易量由 2024 年的 117 亿港元，激增至 2025 年的 864 亿港元，增长超 7 倍。

图35: Omnibus 客户及 Omnibus 业务流程



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

脚踏实地锚定香港，夯实技术坚实基础。①作为目前亚洲头部区域性在岸数字资产交易所，Hashkey 坚持合规、稳健治理，以机构级安全要求自己，以高标准在秘钥管理层、协议与通信层、应用与服务层等多方面建立数字资产基础设施，引入“智能逃生舱”安全机制和多层级 DAO 治理机制，解决了投资者的信任问题。②2024、2025 年连续两年名列福布斯《全球最值得信赖的加密货币交易所及市场》榜单，并蝉联香港地区唯一上榜的加密货币交易所，稳居亚洲最具竞争力的合规交易所行列。③除此之外，2025 年 HashKey 还荣获 PANews PARTY AWARD 2025 年度最佳交易所等荣誉。

图36: 2025 年 HashKey 所获荣誉展示

2025年荣誉与认可

《福布斯》2025
全球最值得信赖的加密货币交易所与市场
成为唯一总部位于香港的交易所

香港 App Store
财经类应用 TOP 10

彭博商业周刊/中文版金融机构2025
年度金融科技平台供应商
(加密货币)

PANews PARTY AWARD 2025
年度最佳交易所

2025 全球金融与 ESG 可持续发展峰会
年度杰出 Web3 资产管理机构

亚洲私人银行家 2024
最佳数字资产解决方案

2024 香港上市公司发展高峰论坛
Web3 行业领军奖

数据来源: PANews, 东吴证券研究所

高瞻远瞩布局全球，逐渐释放市场潜力。HashKey Exchange 在香港市场力压群芳的

同时，公司再接再厉，于 2024 年 4 月正式上线 HashKey Global，旨在服务全球散户、Crypto Native 高净值个人和机构。①该交易所明确排除了美国、中国大陆等数字资产平台运营受限的国家和地区，同时排除香港避免与原有业务产生冲突，继续坚定走合规交易的道路。②HashKey Global 选择百慕大这一公认的加密货币行业中心作为根据地，可主要归结于三个原因：一是百慕大 2018 年批准《数字资产商业法案》(DABA) 为加密货币交易和许可构建了一个清晰透明的框架，政府积极与加密货币企业接触，并愿意为投资者提供高水平法律保护；二是已获得百慕大金融管理局 (BMA) 最高级 F 类全面许可牌照，较大机会能试行各类高风险产品如合约和杠杆，同时可利用推出后稳定的数据探索此类产品在 HashKey Exchange 推行的可能性；三是百慕大不征收所得税、增值税 (VAT)、资本利得税或企业所得税，使得公司无需承担许多其他司法管辖区常见的税负。

图37: Hashkey Exchange 与 HashKey Global 对比



数据来源：Hashkey Group，东吴证券研究所

表11: 百慕大金融管理局 (BMA) 授予的加密货币许可证类型

牌照种类	描述	要求	特殊限制
全牌照 (F 级)	长期有效, 适用于希望在百慕大专业开展各类加密货币活动的大型运营商	充足的资本水平、经验丰富的管理层、有效的内部控制程序和风险管理计划	---
修改许可证 (M 级)	有效期通常为 1 年, 适用于新兴数字资产公司, 使其能够在受控和受监管的环境中推出和测试产品	需要根据表现和是否符合监管要求续期, 未完成测试项目或未证明商业模式可行性的公司, 无法过渡到全牌照正式许可证 (F 级)	仅能进入部分市场、能够对接的客户群体有限
沙箱许可证 (T 级)	有效期通常为 3 到 12 个月, 最长为 1 年, 适用于初创公司, 使其能够在受控环境中测试新的金融技术和商业模式	---	只允许与数量有限客户进行交易、交易量有限; 测试产品类型有限; 必须定期向英国货币管理局汇报测试进度及遵守条件的情况

数据来源: ybcase.com, 东吴证券研究所

场内交易一枝独秀, 场外场内相得益彰。公司自 2018 年开始运营后, 紧锣密鼓在 2019 年推出 HashKey OTC, 为机构客户提供合规的场外交易服务, 依托集团在香港、新加坡、百慕大、迪拜等多司法管辖区的合规牌照, 为全球客户提供安全、高效的法定货币与数字资产兑换服务, 成为连接传统金融与加密世界的**关键基础设施**。①目前, HashKey OTC 已升级为 HashKey OTC Global, 与 HashKey Exchange 形成完整的数字资产场内场外交易体系, **助力公司业务全球化进程**。除许可牌照外, 平台在交易过程也注重合规性, 所有交易对手在**交易前必须接受 KYC 及 AML 检查**, 且平台会根据其合规标准对每笔交易**保留审计追踪**。②**流动性是 Hashkey OTC 的核心优势**, 通过与多家**顶级流动性提供商达成合作**, 实现“一点接入、全网最优”交易体验, 提供实时报价供机构客户使用, 使其能够**执行大规模交易而避免市场滑点**; 结算可以在链上对已批准的钱包, 或者通过托管平台的内部转账进行, 从而实现近乎即时的结算。③除此之外, OTC 服务**10 美元的最低交易额门槛**, 也使得专业投资者**更为灵活地进行交易**。

图38: HashKey Global OTC 业务流程



数据来源: Aico.in.com, 东吴证券研究所

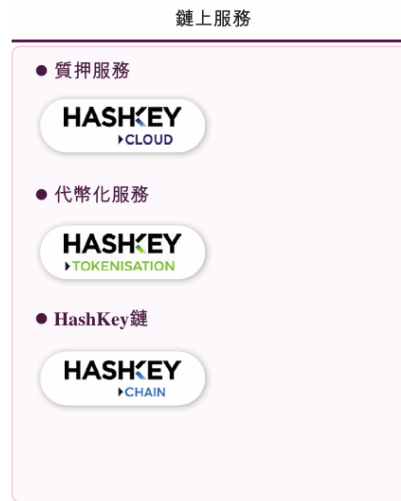
HashKey OTC 还率先实现了传统避险资产与数字资产的融合。2026 年 1 月，上线 Tether Gold (XAUt)，通过 ERC20 网络充值提币，专业投资者可在场外以数位代币的形式交易黄金。每枚 XAUt 代币代表一根符合伦敦金银市场协会 (LBMA) 交割标准的一盎司金条所有权，用户可在合规框架内像管理其他数字资产一样买卖和转换黄金，使代币持有者在拥有实体黄金的同时，能避免诸如高昂储存费用与可及性受限等缺点。2026 年 2 月，平台宣布上线 SUI/USD 现货及 OTC 交易，进一步丰富了专业投资者的数字资产配置选择。

交易者对受监管场外交易平台信任度持续上升，HashKey OTC 市场份额快速增长。通过连接传统金融 (TradFi) 与 Web3，HashKey OTC 答出了有效规避交易对手风险、应对结算缓慢等挑战的优异答卷，成为对冲基金、家族理财室、支付处理商、寻求深度流动性的大宗商品交易公司等机构进入数字资产领域的首选。1) 2025H1，交易促成服务总交易量同比增长 140%，平台单周最高交易量近 2 亿美元；收入同比增长 246%，用户数量翻番；2) 由于市场环境挑战加剧，公司将战略聚焦于香港平台并优化营运，2025 年香港地区交易量由 2024 年的 3076 亿港元增长 72.3% 至 2025 年的 5300 亿港元，百慕大交易量由 2024 年的 3041 亿港元减少 95.2% 至 2025 年的 147 亿港元。

3.2. 链上服务: 收入增长空间广阔，未来表现值得期待

服务全面范围广泛，规模庞大保障有力。公司提供全套链上服务，涵盖集成区块链质押、代币化服务与区块链原生开发：截至 2025 年 9 月 30 日，Hashkey 是亚洲最大、全球第八大的质押服务提供商。目前，公司正积极探索传统虚拟货币交易外新业务，为机构投资者和开发者参与区块链网络提供可靠安全的路径。

图39：链上服务主要涉及子公司



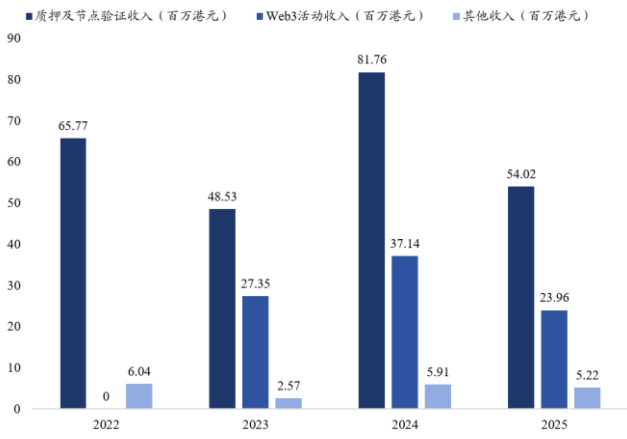
数据来源：招股书，东吴证券研究所

质押服务一骑绝尘，Web3 服务紧随其后。

总体上看，质押及节点验证收入已成为目前链上业务的主要收入来源之一，2025 年占总收入 48.2%。1) 质押及节点验证收入先有所回落而后迅速上升，2022/2023/2024/2025 年收入分别为 65.77/48.53/81.76/54.02 百万港元，主要系市场波动引起质押服务需求变化所致；2) 2022-2025 年公司平均质押资产规模迅速上升，由 2022 年的 102 亿港元增加至 2025H1 的 290 亿港元，25 年 12 月回落到 224 亿港元，主要系市场情况变化交易较低迷所致；3) 质押服务变现率先下滑后企稳，由 2022 年的 0.7% 降低 71.4% 至 2025 年的 0.2%，主要是平均质押资产规模增大资金边际效率回落所致；4) 链上服务毛利率保持相对稳定，2022 年至 2025 年均稳定维持在 90% 以上，2025 年为 92.6%，远高于公司交易促成业务，展现出强劲的增长趋势和稳定的现金流供给能力。

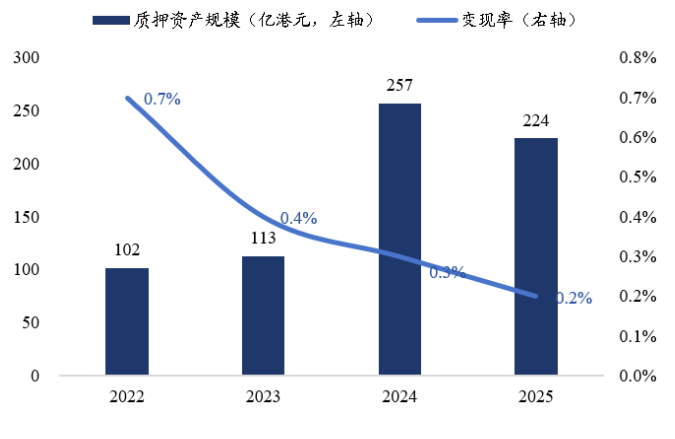
收入结构趋向多元。公司利用自身区块链领域技术优势，积极探索额外收入来源，包括提供代币化业务咨询与技术支持，以及基于 HashKey 链推出加密即服务等（其他收入）。1) Web3 活动收入迅速增长，由 0 增长至 2025 年的 5.22 百万港元，主要系公司举办 Web3 行业活动，获得的门票销售及赞助收入增加所致；2) 其他收入主要为 HashKey 链带来的 Gas 费收入，以及 RWA 服务带来的收入。① 2025H1，Gas 费收入达 4.2 万港元。虽然较为有限，但未来公司计划以 Gas 费的方式，将现实世界金融资产代币化业务变现，因而该部分收入具有较大的发展潜力；② 代币化业务将成为创造收入的第二增长曲线：目前 RWA 概念已经成功落地，截至 2025 年 12 月 31 日，公司已于 HashKey 链上部署了 11 种代币化产品，链上总值达 20 亿港元。公司将依托 HashKey Tokenisation，致力于将现实世界资产转化为链上数字资产，提供配套端到端服务；③ 目前公司运营的现实世界资产项目主要以金融资产作为相关资产，未来将积极探索其在贵金属、算力及新能源等领域的可行性。

图40: 2022-2025 年链上服务收入构成结构



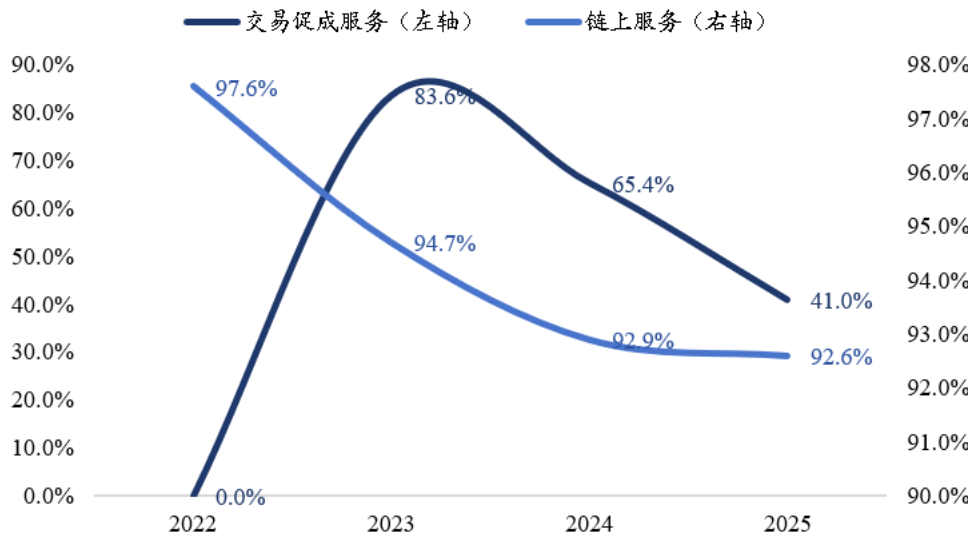
数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图41: 2022-2025 年 质押资产规模与变现率变化趋势



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

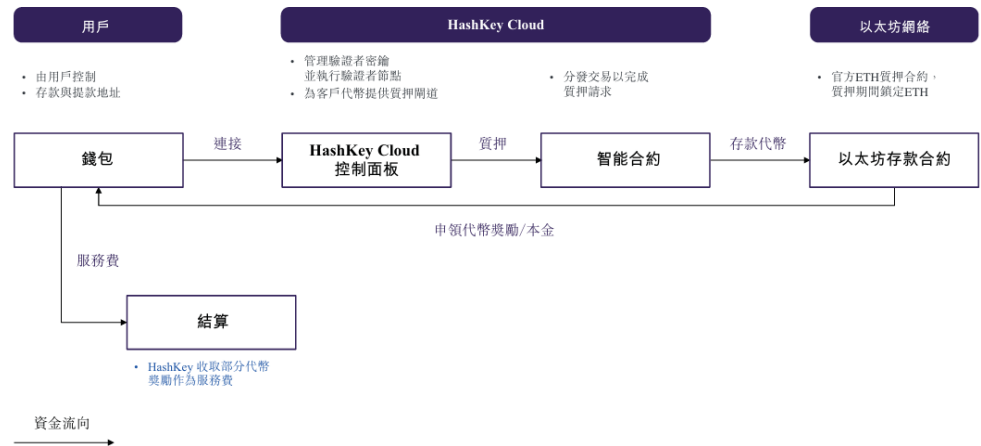
图42: 2022-2025 年 交易促成服务与链上服务毛利率对比



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

质押技术基础雄厚, 安全值得信赖。平台质押服务主要由 HashKey Cloud 提供基础设施。作为全球 Web3 基础设施的领先提供商, HashKey Cloud 自 2018 年以来致力于深耕区块链基础技术, 不断探索 ETH Layer2 和 BTC 闪电网络技术, 其质押服务已覆盖了 80 多个主流公链。HashKey Cloud 是 Hashkey 旗下机构级质押基础设施及服务提供商, 专注为全球机构、资产管理人和专业投资者提供安全可审计的多链质押服务, 涵盖 ETF/DAT Staking、Prime Staking、VIP Staking、API Staking 及 Prime Yield, 助力高效管理链上资产与收益。

图43: 质押服务业务流程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

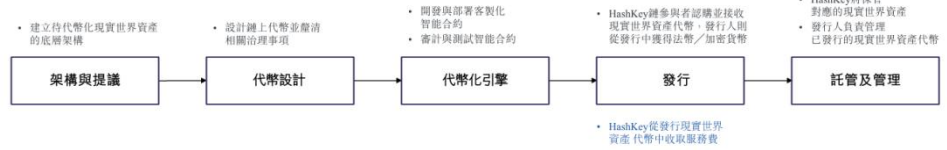
资产日益得到认可，收入来源较为稳定。①一方面，传统金融体系中，数字资产价值的认可度日益增强，以摩根大通为代表的传统金融机构正在推动将 BTC、ETH 等作为抵押品用于机构贷款；②另一方面，加密生态中主流币种如 BTC、ETH 的原生质押和衍生质押也不断发展。截至 2026 年 3 月，BitMine 持有超 447 万枚 ETH（约占总供应量的 3.71%），其中约 304 万枚已进行质押，质押率高达 68%。③2026 年 3 月 26 日，经 SFC 批准 HashKey 上线平台内 ETH 资产站内一键质押，为客户提供更方便的生息服务，也进一步增加收入来源。④在业务模式愈发成熟的背景下，HashKey 以代理人身份促成质押活动，并与用户共享所获区块链奖励，从年化收益约 5% 至 9% 的链上奖励中分成约 5% 至 10%。⑤无论采取 CeFi、DeFi 或是 Layer2 模式，质押收入大多挂钩链上资产总量而非加密货币价值，即使加密货币价格走势不佳、交易机会减少，由于资产持有者总是有获取被动收益的需求，质押服务收入稳定性常常高于交易促成业务，抗周期能力也更强。

延续合规交易底色，持续探索业务创新。2025 年 4 月，证监会批准在香港开展现货 ETH ETF 质押服务，HashKey 凭借良好的业绩及稳固可靠的基础设施，成为首批获得许可运营产品的持牌平台之一。同时，在 HashKey Cloud 支持下，公司成为全球首个在现货 ETH ETF 首次推出时提供质押服务的供应商，并以过往超 40 亿美元的在管资产规模彰显其在合规数字资产创新前沿地位。除此之外，公司升级产品线推出 ETF Staking Pro 等产品，为寻求端到端质押业务的 ETF 发行人提供统包解决方案。

代币化服务覆盖数字化全流程，虚拟化资产寻找投资新机会。作为连接传统金融（Web2）与数字资产（Web3）的桥梁，HashKey Tokenisation 专注于为各类资产代币化提供建议，将现实世界资产转化为链上数字资产，配套端到端服务涵盖资产结构化、合规代币设计、区块链部署、交易所分销及持牌托管。代币化可以将非流动性、私人资产转化为有价值的抵押品支持的流动性资产，并在未来通过区块链和物联网（IoT）技术整合开辟新投资机会。目前公司运营的现实世界资产项目主要以金融资产作为相关资产，

并积极探索其在贵金属、算力及新能源等领域的可行性。

图44：代币化服务业务流程

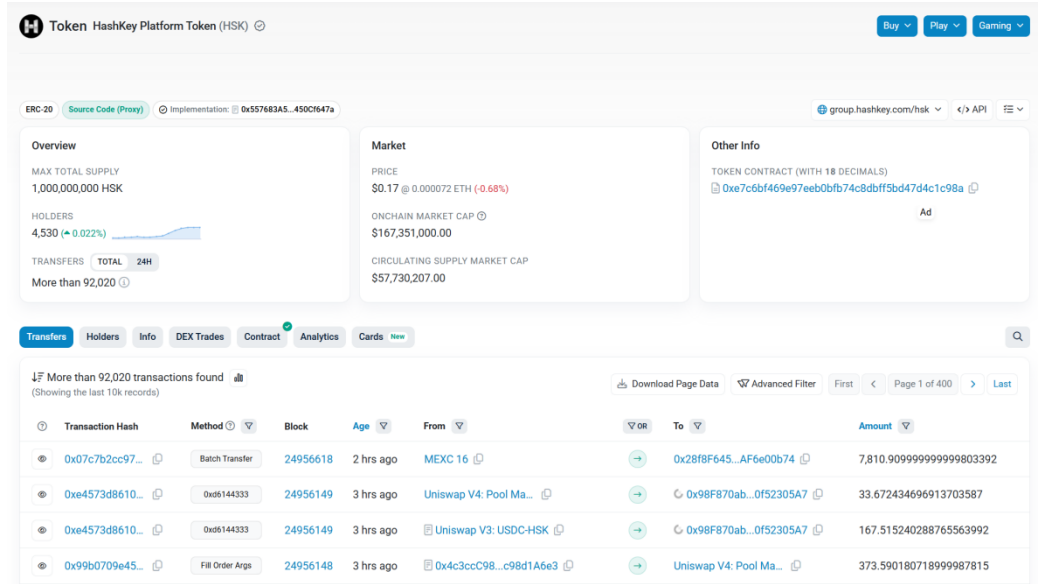


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

业务重心及时转移，打破桎梏创造历史。2025 年，公司代币化业务重心由潜在可能于自身平台上交易的资产，转向现实世界金融资产，并于 2025 年 4 月联合博时国际推出全球首支代币化货币市场 ETF。产品代币化过程中，HashKey Tokenisation 为产品提供代币化发行全流程设计以及执行；产品其后部署于金融机构和 RWA 资产首选公链 HashKey Chain，并依托 HashKey 的 NexaToken 服务实现链上资产安全管理。该产品通过区块链技术显著提升透明度与运营效率，投资者可通过持有代币直接持有优质货币市场工具，满足其资产配置和风险管理的需要。除此之外，RWA 通过拆分为更小的份额，具备更好的流动性，这是传统一级股权投资所不具有的优势。

前沿技术基建领先，代理收入壁垒深厚。HashKey 链是公司开发的新一代 ETH Layer2 扩展网络，是主要金融机构代币化证券的重要基础设施。公司计划基于 HashKey 链推出加密服务，如 API 及智能合约协议，这使得企业能够直接将加密功能整合到自己产品中。作为加密领域的领军者，HashKey 有着得天独厚的技术优势，Layer2 生态系统的收入护城河极为纵深，一般企业难以跨越，CaaS、KYC 及 AML 解决方案、全节点 API 访问及隐私计算服务所带来的 gas 费收入将在较长时间内具有高度可靠的稳定性。2024 年，公司依托 HashKey 链推出自有代币 HSK；截至 2025 年 9 月，HashKey 链已实现 17 亿港元 RWA 代币化；截至 2025H1，HashKey 链服务已产生 4.2 亿港元的收入。尽管当前规模有限，但代币化及 HashKey 链服务与行业发展趋势高度契合，被视为未来收入增长的核心驱动力。

图45: HSK 代币交易界面

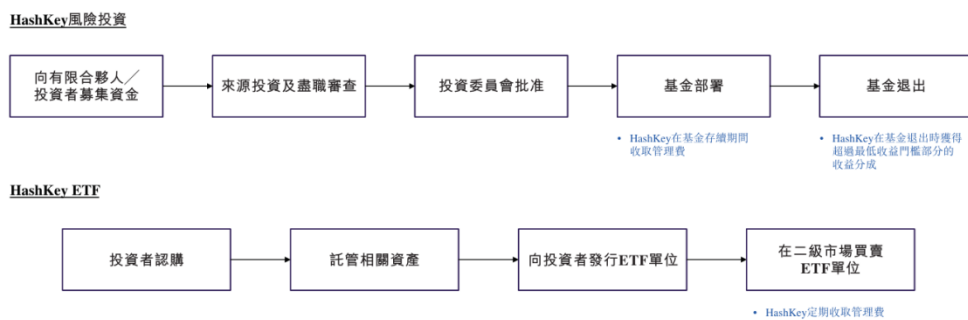


数据来源: Etherscan, 东吴证券研究所

3.3. 资产管理服务: 一级市场劈波斩浪, 二级市场行稳致远

一级二级同步布局, 专向机构提供投资。公司仅为机构客户提供数字资产投资机会, 投资板块包含风险投资和二级基金投资。HashKey 风投侧重投资早期和成长阶段的区块链和数字资产公司, 而 HashKey 流动性基金主要投资主动管理的数字资产组合及交易所交易产品。

图46: 风投及 ETF 流程图

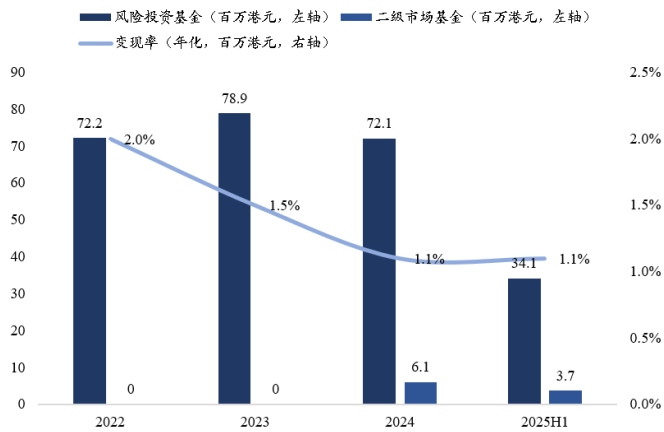


数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

管理费收入为主, 兼顾业绩报酬。总体上看, 管理费收入是目前资产管理业务的主要收入来源, 2025H1 达 37.8 百万港元。2025 年, 由于确认业绩报酬, 来自资产管理服务的收入增长 49.8% 至 117.1 百万港元, 但业绩报酬占比尚未披露。①2022-2025H1, 管理费收入保持相对稳定, 分别为 72.2/78.9/78.2/37.8 百万港元, 年化变现率为 2.0%/1.5%/1.1%/1.1%, 先有所回落后保持稳定; ②在管资产规模总体稳定增长, 截至

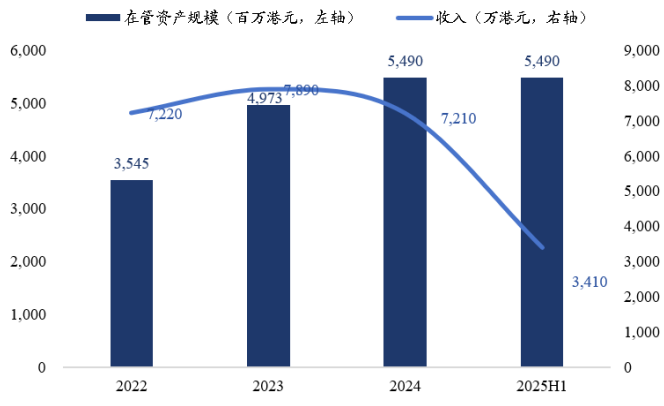
2025年12月已达72亿港元，主要系投资者对公司风投过往业绩、二级市场基金运营认可度持续上升所致；③该在管资产规模与二级市场管理费收入直接挂钩：风投基金管理费以认缴额为标准收取，费率为1.8%-2.0%；目前，二级市场基金管理费以在管资产规模为基准收取，费率为0.4%-0.5%；④风投基金占管理费的大部分，2022/2023/2024/2025H1分别贡献管理费收入72.2/78.9/72.1/34.1百万港元。

图47: 管理费收入及变现率变化情况



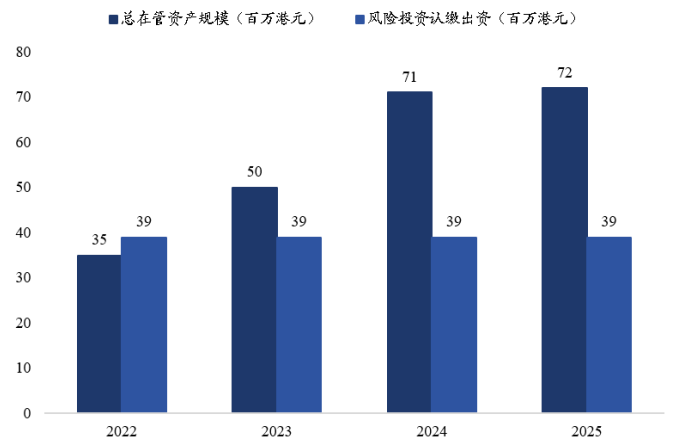
数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图49: 2022-2025H1 风险投资基金规模与收入



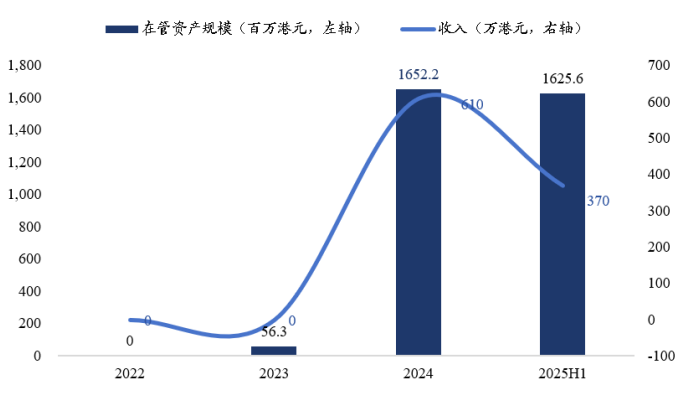
数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图48: 总在管资产规模与风投认缴出资变化情况



数据来源: blockweeks.com, 东吴证券研究所

图50: 2022-2025H1 二级市场基金规模与收入

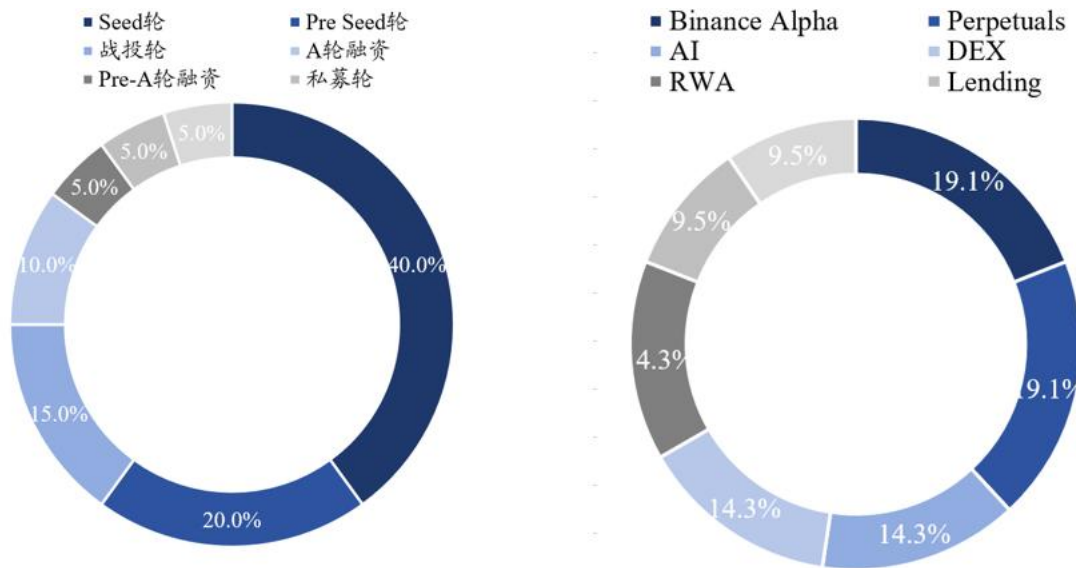


数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

全局视角高屋建瓴，细致入微专业投资。HashKey Capital 依托母公司在数字资产领域的专业优势，寻找优质 Web3 项目进行风险投资，为集团挖掘早期生态机会。①机构采取多阶段投资模式，seed 轮、A 轮到成熟期投资遍布全链条。截至招股书发布日，公司风投共管理 57 亿港元客户资产，并通过两只旗舰基金完成了 400 余项投资。②得益于独到的投资眼光和严格的风控程序，截至 2026 年 2 月，HashKey Capital 资产管理规模已超 10 亿美元，布局横跨公链、协议、DeFi、NFT 等赛道全球企业 200 余家。③2023 年 10 月，公司旗下首支基金 HashKey Blockchain Investment Fund 完美退出，投资回报倍数超过 10 倍。良好的业绩得到了投资者的广泛认可，基金从市场募集到的资金总量也呈现较快增长。④截至 2025 年 12 月，Hashkey 推出的第四支风投基金 Hashkey

Fintech Multi-Strategy Fund IV 已完成首轮募集，成功筹集 2.5 亿美元，是第一支基金 HashKey Blockchain Investment Fund 的约 19 倍。

图51: Hashkey Capital 主要投资领域及参投阶段概况 (截至 2026 年 5 月 19 日)



数据来源: Rootdata.com, 东吴证券研究所

图52: Hashkey Capital 主要投资项目 (截至 2026 年 1 月)



数据来源: blockweeks.com, 东吴证券研究所

脚踏实地稳步向前，发掘优质投资机会。HashKey Capital 的投资历程可概括为从早期敏锐布局到规模化机构化发展的完整路径。①2015 年，万向集团的邓超和肖峰博士就眼光独到地投资 ETH，奠定公司对区块链技术关注的基石；②2018 年正式成立 HashKey

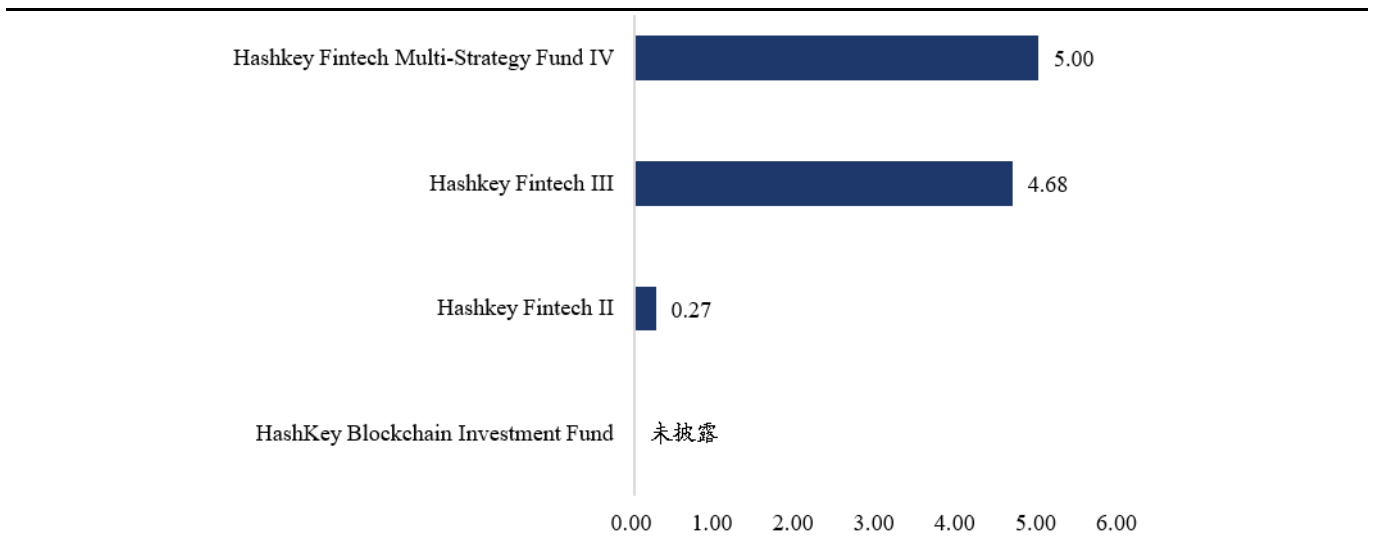
Capital, 避开市场喧嚣专注于构建专业投资体系; ③2020-2023 年基金规模扩张近 19 倍, 投资迈向全球企业; ④2024 年至今, 持续关注技术变革浪潮, 深度参与生态建设。如下图所示, 从公司旗下风投基金主要持仓情况也看出, 从一开始选择主流数字货币顺应潮流, 到推演行业成长逻辑探索潮流, 再到最终赋能行业发展引领潮流, HashKey Capital 的布局遵循着严谨的循序渐进逻辑, 而这也是其脱颖而出的不二法门。

表12: Hashkey Capital 旗下风投基金及主要资产组合

基金名称	存续期间	核心投资范围及基金持仓标的最新情况 (2025Q3)
HashKey Blockchain Investment Fund	2018 年-2023 年 10 月	未披露
HashKey Fintech II	“5+2” 架构, 经过投资者同意后可延期两年	早期区块链基础设施项目, 已部署约 11.28 亿港元, 包括数字资产、股权、贷款协议、优先股、私募基金、SAFE、SAFT 和认股权证。公允价值约 10.50 亿港元, 累积分配约 3.19 亿港元
HashKey Fintech III	“5+3” 架构, 经过投资者同意后可延期三年	可扩展的 Web3、金融科技和代币化机遇, 已部署约 38.57 亿港元, 包括数字资产、股权、贷款协议、优先股、私募基金、SAFE、SAFT 和认股权证, 公允价值约 46.81 亿港元, 对公司投资 0.62 亿港元 (占在管资产约 1.3%)
HashKey Fintech IV	2025 年 12 月 24 日完成首轮募集, 具体存续期未披露	全球范围内基础设施、可扩展性和大规模应用场景, 是多策略基金, 会通过一级形式投资流动性资产, 如参与上市公司 PIPE 或 CB, 也会通过 OTC 方式购买一些已发币项目资产

数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图53: Hashkey Capital 旗下主要风投基金认缴出资情况 (截至 2025 年 12 月, 单位: 亿美元)



数据来源: 招股书, 公司年报, 东吴证券研究所

二级市场同步布局, 丰富数字资产投资工具。2024 年 1 月, HashKey Capital 联合全球指数领导者 FTSE Russell (富时罗素), 发布三大指数追踪全球数字资产; 2024 年 4 月, 博时 Hashkey 比特币 ETF (港币: 3008.HK, 美元: 9008.HK) 与博时 Hashkey 以太坊 ETF (港币: 3009.HK, 美元 9009.HK) 在香港交易所正式上市, 成为亚洲首批 BTC

和 ETH 现货 ETF。新指数很好地满足了投资者对主流加密货币外新增长机会的关注需求，而两大现货 ETF 的出现则将需求确实落地，为其提供了一个便捷的投资通道。

表13: 三大指数概况

指数名称	概述	覆盖范围	特点
FTSE Russell 数字资产 20 指数	核心基准 ，跟踪市值排名前 20 的加密资产，反映数字资产整体表现	截至 2025 年 1 月 31 日，该指数跟踪标的主要包括比特币 (BTC)、以太坊 (ETH)、瑞波币 (XRP)、索拉纳 (Solana)、狗狗币 (Dogecoin)、卡尔达诺 (Cardano)、链链 (ChainLink)、雪崩 (Avalanche)、恒星币 (Stellar) 和 SUI 等，根据市值每季度进行调整	准确反映数字资产总体表现 90%以上，为交易者提供数字资产市场更多元化的参考基准
FTSE Russell 数字资产基础设施指数	垂直赛道 ，跟踪构成加密生态系统基础设施层的数字资产	智能合约平台、协议互操作性以及分布式计算和存储相关数字资产	不单纯关注货币属性，聚焦区块链技术底层创新带来的增长潜力。
FTSE Russell 数字资产应用指数	垂直赛道 ，跟踪数字资产生态系统中的应用层数字资产	质押 (Staking) 工具与去中心化金融 (DeFi) 等应用场景相关数字资产	直接反映了数字资产技术在实际生活和商业中的应用程度和活跃度，聚焦 Web3 生态中增长潜力最高的应用赛道。

数据来源：招股书，东吴证券研究所

被动指数跟踪组合，捕捉市场整体趋势。公司还在二级市场引入被动基金，旨在降低投资加密资产的门槛，为投资者提供多元高效的投资渠道。2024 年 3 月，香港“新资本投资者入境计划” (CIES) 生效。HashKey Capital 乘投资移民计划之风，于 2025 年 2 月宣布推出 HashKey 富时数字资产 20 指数基金 (Hashkey 20)，为满足 CIES 要求的人员提供战略性数字资产配置的简易渠道。作为香港首个 SFC 批准的多代币加密指数基金，HashKey 20 将成为加密市场整体走势的最佳风向标。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测与估值

随着前期合规牌照与基础设施投入逐步沉淀，公司整体亏损呈持续收敛趋势。据我们预测，2026E-2028E 归母净利润分别为-7.94 亿港元、-2.96 亿港元及 5.11 亿港元，盈利拐点逐步显现。减亏及转盈的核心驱动来自三大业务结构的同步改善。1) **交易促成服务：机构化客群驱动经营杠杆释放。**随着全球合规法币出入金通道完善，公司客户结构由零售逐步向机构及 Omnibus 券商迁移。机构交易具备更高规模效应，而交易系统与基础设施成本已基本固化，使得新增交易收入边际成本较低。客户结构优化将带动交易业务经营杠杆持续释放，成为减亏的主要驱动来源。2) **链上服务：RWA 驱动业务从周期属性转向结构性增长。**RWA 代币化及 HashKey Chain 生态处于标准化与渗透率提升阶段。该类业务依托资产上链合规需求，具备低边际成本与高毛利特征。随着发行、交易及流动性管理闭环逐步完善，链上服务收入结构将由周期性质押收益，转向更稳定的

服务费模式，盈利弹性有望提升。3) **资产管理服务：机构资金入场支撑稳定现金流。**机构资金持续流入是数字资产行业的重要趋势。公司依托牌照优势及跨市场投研能力，持续承接机构配置需求，推动 AUM 稳步增长。收入结构由管理费与业绩报酬共同构成，在提供稳定现金流的同时增强盈利弹性，构成整体利润的基础支撑。

随着合规基础设施完成前置投入并逐步固化，公司业务进入规模化运营阶段。交易、链上及资管三大业务协同提升经营杠杆，收入结构持续优化，盈利能力由亏损收敛向盈亏平衡加速过渡。

表14: HashKey HLDGS 盈利预测表 (截至 2026 年 5 月 28 日收盘)

单位: 百万 币种: 港币	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	723	1,080	1,675	2,547
交易促成服务	523	820	1,345	2,120
链上服务	83	99	120	143
资产管理服务	117	160	210	283
营业总成本	-1,570	-1,900	-2,032	-2,160
营业成本	-315	-500	-682	-860
销售费用	-375	-400	-400	-400
研发费用	-504	-600	-600	-600
管理费用	-377	-400	-350	-300
归属于母公司股东净利润	-1,087	-794	-296	511
营业收入增速	0.3%	49%	55%	52%
归属于母公司股东净利润增速	9%	27%	63%	273%
ROE	-124%	-31%	-13%	19%
EPS (港元/股)	-0.39	-0.29	-0.11	0.18
P/E (H)	-9	-12	-32	18
P/B (H)	3	4	4	3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为港币, 港元汇率为 2026 年 5 月 28 日的 0.87, 预测值均为东吴证券研究所预测

我们选取了同样在数字资产交易及合规互联网券商领域具有代表性的公司 OSL、富途控股和老虎证券等公司作为 HashKey HLDGS 的可比公司。考虑到公司目前处于业务规模高速扩张期, 且利润端正处于由负转正的临界点, 为更客观地反映其市场份额与远期增长潜力, 我们采用 PS (市销率) 估值法进行对标。

数字资产及金融科技行业公司业绩与加密资产周期的景气度高度共振。HashKey HLDGS 作为全球领先的合规 Web3 基础设施提供商, 具备极强的稀缺性:

1) **对标合规竞品 (如 OSL):** 相比于同处香港合规赛道的直接竞品, HashKey 拥有更为深厚的合规护城河及全栈式 Web3 生态。其业务涵盖交易促成服务、链上服务及资产管理服务, 并已通过 HashKey Global 开启全球化布局。这种多元业务协同与广

阔的全球受众，使其抗周期能力和远期盈利上限显著高于单一业务对手。基于其稀缺的生态位与龙头地位，HashKey 的合理估值中枢应显著高于行业平均水平。2) **对标传统互联网券商（如富途、老虎）**：传统互联网券商的渗透率已步入平稳期，而 HashKey 所处的**合规数字资产赛道正处于增量资金入场的早期爆发阶段**。随着传统机构资产配置的转移，公司在费率水平与资产管理规模的增速上具备更高的爆发力。故在估值乘数的匹配上，应充分体现其远超传统金融科技行业的长期复合增长率预期。3) **对标泛金融科技及支付服务商（如联易融、连连数字）**：传统金融科技公司的核心业务（如供应链金融 SaaS、跨境支付）绑定实体贸易，且所处赛道已进入高度内卷的充分竞争阶段，导致其基础转化费率普遍较薄且面临持续下行压力。而 HashKey 扎根于**代表未来金融基础设施的 Web3 领域，其底层资产具备极强的周期向上弹性**。叠加香港严苛的监管牌照壁垒，HashKey 在交易佣金、机构托管及链上服务中拥有更强的护城河与定价权。这种基于新兴资产类别的业务模式，使其盈利能力和毛利上限显著优于依赖庞大流水但利润微薄的传统支付或 SaaS 服务商。故在估值体系中，应充分反映 HashKey 因赛道红利、高利润弹性以及定价权带来的溢价。

估值结论：根据同业估值表数据及可比公司常态化阶段的估值中枢，结合 HashKey 业务板块的高成长性与合规壁垒，我们认为公司未来 3-5 年的理论估值区间应处于 15 倍到 20 倍 PS。截至 2026 年 5 月 28 日收盘，公司估值水平处于底部区域，随着营收规模的持续放量与向盈亏平衡点加速迈进，公司估值具有强劲的向上拓展空间。

表15: 金融科技公司 P/S 估值表（截至 2026 年 5 月 28 日收盘）

证券代码	证券简称	总市值（亿港元）	营业总收入（亿港元）/ PS	2025A	2026E	2027E	2028E
0863.HK	OSL 集团	99	营业总收入	4.9	8.2	13.3	19.7
			PS	20.3	12.0	7.5	5.0
2598.HK	连连数字	57	营业总收入	19.2	25.0	31.9	43.0
			PS	3.0	2.3	1.8	1.3
9959.HK	联易融科技	43	营业总收入	10.9	14.8	18.3	20.6
			PS	4.0	2.9	2.4	2.1
FUTU.O	富途控股	1270	营业总收入	228.5	260.1	300.0	355.1
			PS	5.6	4.9	4.2	3.6
TIGR.O	老虎证券	71	营业总收入	47.6	55.1	65.1	75.7
			PS	1.5	1.3	1.1	0.9
PS 均值				6.9	4.7	3.4	2.6
3887.HK	HashKey HLDGS	93	营业总收入	7.2	10.8	16.7	25.5
			PS	12.9	8.6	5.6	3.7

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：OSL、连连数字、联易融、富途控股和老虎证券所用 2026E-2028E 营业总收入来自 Wind 一致预测（截至 2026 年 5 月 28 日）；相关数据的货币单位均为港币，港元兑人民币汇率为 2026 年 5 月 28 日的 0.87，美元兑港元汇率为 2026 年 5 月 28 日的 7.83

4.2. 投资评级

2025年，公司归母净利润为-10.87亿港元（较2024年同期的-11.89亿港元已有实质性改善）。我们认为 HashKey HLDGS 各项合规数字资产交易及生态业务正处于市场开拓与规模爬升的快速成长期。随着前期高昂的牌照合规与基础设施投入逐渐沉淀，以及全球化零售与机构双端客户的持续稳健导入，公司的规模效应即将步入释放期。

基于此，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润将分别为-7.94 亿港元、-2.96 亿港元及 5.11 亿港元，亏损敞口呈现逐年大幅收窄甚至转为盈利的强劲趋势。尽管现阶段受制于处于生命周期早期的投入扩张，公司尚未实现正向盈利，但结合公司在 Web3 赛道不可替代的合规稀缺性壁垒、深度的全栈业务布局以及加速临近的盈利拐点，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1) 加密资产市场大幅波动风险： 数字资产价格受多重因素影响波动剧烈。若市场步入下行周期，平台交易活跃度及资产管理规模（AUM）缩水，将冲击公司主营业务。

2) 宏观经济与流动性收紧风险： 全球宏观经济承压或高息环境延续，将抽离加密市场底层流动性。投资者风险偏好下降将抑制资产配置需求，拖累公司整体业务扩张。

3) 行业竞争加剧风险： 合规数字资产赛道参与者持续增加，公司面临境内外持牌机构与头部原生交易所的双重竞争。若未能保持壁垒优势，可能面临份额流失及佣金费率下行的双重压力。

4) 监管政策变化与合规风险： 全球数字资产监管体系仍在演进。若核心运营地合规要求（如反洗钱、资产隔离等）趋严或发生政策转向，将显著推高公司合规运营成本，并可能掣肘创新业务落地。

5) 技术安全与资产托管风险： Web3 行业存在黑客攻击、私钥泄露等尾部风险。若发生重大安全漏洞导致系统宕机或资产受损，将引发赔偿责任，对公司声誉、日常经营及牌照资质造成实质性打击。

6) 业务拓展不及预期风险： 公司推进全球化布局及创新业务（如 RWA、机构托管等）面临市场接受度与获客成本的不确定性。若拓展进度受阻，前期高昂的基础设施与合规投入将直接侵蚀公司利润空间。

7) 个股流动性不足风险： 公司当前交易量与实际流通量较小，有流动性不足风险。

8) 境内法律合规风险： 受限于境内关于虚拟货币及相关业务的监管政策，投资者参与此类跨境交易活动不受中国境内法律保护。公司相关业务活动在境内可能面临法律适用性挑战。

表16: HashKey HLDGS 盈利预测表 (截至 2026 年 5 月 28 日收盘, 单位: 百万港元)

合并资产负债表					合并利润表				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
非流动资产合计	637	688	744	808	营业收入	723	1,080	1,675	2,547
固定资产-物业、厂房及设备	43	45	48	50	营业成本	-315	-500	-682	-860
其他无形资产	69	73	77	80	毛利	408	579	992	1,687
于联营公司之权益	122	147	176	211	其他经营净收益	-61	14	23	36
按金、预付款项及其它应收款项-非流动资产	12	12	13	14	研发费用	-504	-600	-600	-600
按公允价值计入损益的金融资产-非流动资产	391	410	431	452	销售费用	-375	-400	-400	-400
流动资产合计	3,544	3,505	3,582	3,945	管理费用	-377	-400	-350	-300
应收账款	98	196	293	381	营业利润	-908	-752	-248	556
数字资产贷款应收款项-流动资产	1	1	2	2	财务费用	-197	-25	-25	-24
按金、预付款项及其它应收款项-流动资产	82	90	99	109	应占联营公司损益	25	-	-	1
应收关联方款项-流动资产	34	36	38	40	除税前溢利	-1,080	-777	-273	533
按公允价值计入损益的金融资产	27	28	29	31	所得税	-4	-15	-20	-19
无形资产	166	169	173	176	净利润(含少数股东损益)	-1,084	-792	-293	514
存货和其他流动资产	116	151	196	255	净利润(不含少数股东损益)	-1,087	-794	-296	511
按公允价值计量且变动计入损益的数字资产	214	236	259	285	少数股东损益	3	3	3	3
股权投资-流动					其他综合收益-不会重新分类至损益的项目-无形资产重估收益	-11			
货币资金	2,806	2,598	2,493	2,667	其他综合收益-重新分类至损益: 换算后汇兑差额	0			
流动负债合计	1,016	1,535	1,669	1,487	其他综合收益	-11			
应付账款	3	20	15	10	综合收益总额	-1,095			
应付数字资产-流动负债	34	34	34	34	综合收益总额(母公司)	-1,097			
应付负债及其他应付款项	298	304	310	315	综合收益总额(少数股东)	2			
应付关联方款项-流动负债	108	430	370	310	职工薪酬				
合同负债-流动负债	367	440	528	296	折旧及摊销				
租赁-流动负债	14	14	14	14	使用权资产折旧				
应交税费	25	25	25	25	无形资产摊销				
短期借款		100	205	315	物业、厂房及设备折旧				
可赎回优先股负债	168	168	168	168	显示币种	HKD	HKD	HKD	HKD
流动资产/(负债)净值	2,528	1,970	1,913	2,458	原始币种	HKD	HKD	HKD	HKD
资产总额减流动负债	3,166	2,657	2,657	3,265	转换汇率	1	1	1	1
非流动负债合计	319	319	319	104					
应付费用及其他应付款项-非流动负债	6	6	6	6					
应付关联方款-非流动负债	300	300	300	85					
租赁-非流动负债	13	13	13	13					
可换股债券-非流动负债	-	-	-	-					
数字资产应付款项	-	-	-	-					
资产净值	2,847	2,338	2,338	3,161					
股东权益合计(含少数股东权益)	2,847	2,338	2,338	3,161					
股东权益合计(不含少数股东权益)	2,826	2,314	2,311	3,132					
股本	0.2	0.2	0.2	0.2					
储备	2,825	2,314	2,310	3,131					
少数股东权益	21.8	24.4	27.0	29.7					
显示币种	HKD	HKD	HKD	HKD					
原始币种	HKD	HKD	HKD	HKD					
转换汇率	1	1	1	1					
重要财务与估值指标					合并现金流量表				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	0.3%	49%	55%	52%	经营活动产生的现金流量净额	-692	-349	-250	18
归母净利润增速	8.6%	27%	63%	273%	投资活动产生的现金流量净额	57	-50	-56	-64
归母净资产增速	-364%	-18%	0%	36%	筹资活动产生的现金流量净额	3,138	191	201	219
EPS-最新股本摊薄 (港元/股)	-0.39	-0.29	-0.11	0.18	现金及现金等价物净增加额	2,503	-208	-105	174
ROE	-124%	-31%	-13%	19%	期初现金及现金等价物余额	307	2,806	2,598	2,493
P/E (H)	-9	-12	-32	18	期末现金及现金等价物余额	2,806	2,598	2,493	2,667
P/B (H)	3	4	4	3					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 公司部分数据未披露, 用“-”表示; 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为港币, 港元汇率为 2026 年 5 月 28 日的 0.87, 预测值均为东吴证券研究所预测

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>