

HashKey Holdings Limited IPO 報告分析

一、公司概況

1.1 新股基本資訊

- 股份代號：3887.HK
- 全球發售：發行 240,570,000 股 H 股，集資 1431-1672 百萬港元
- 香港公開發售：發售 24,057,200 股 H 股，占全球發售總量約 10.0%
- 招股價：5.95-6.95 元
- 每手股數：400 股
- 入場費：2808.04 元
- 公開發售日期：2025 年 12 月 9 日至 2025 年 12 月 12 日
- 分配結果日：2025 年 12 月 9 日
- 暗盤日：2025 年 12 月 16 日
- 上市日期：2025 年 12 月 17 日
- 保薦人：摩根大通,國泰海通

1.2 企業簡介

公司提供一個持牌數位資產平臺以提供(i)交易促成服務、(ii)鏈上服務及(iii)資產管理服務。公司的平臺具備發行和流通代幣化現實世界資產的能力，並已推出 HashKey 鏈 - 一個可擴展且具互通性的 Layer2 基礎架構，專為支持鏈上遷移而設計。如今，公司是亞洲成熟的綜合性數位資產公司，業務遍及全球，通過提供端到端的金融基礎設施、技術及投資管理來構建數位資產生態體系。具體而言，根據弗若斯特沙利文的資料，按 2024 年交易量計，我們是亞洲最大的區域性在岸平臺。在交易業務之外，根據相同資料來源，按質押資產計，公司同時是亞洲最大的鏈上服務供應商及以在管資產計算的最大數字資產管理機構，充分彰顯了公司在各業務板塊的領導地位。

1.3 保薦人情況

摩根大通

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
6687.HK	聚水潭	23.86
3750.HK	寧德時代	16.43
6936.HK	順豐控股	0.00
2510.HK	德翔海運	-1.91

2598.HK	連連數字	-7.63
2498.HK	速騰聚創	0.00

1.4 同板塊新股

代碼	名稱	首日收盤價	首日收盤漲跌幅(%)
2687.HK	卓越睿新	126.40	87.26
2685.HK	量化派	18.50	88.78
0800.HK	文遠知行-W	24.40	-9.96
2026.HK	小馬智行-W	126.10	-9.28
2718.HK	明略科技-W	290.60	106.10
1384.HK	滴普科技	66.80	150.56
6687.HK	聚水潭	37.90	23.86
2590.HK	極智嘉-W	17.70	5.36
2597.HK	訊眾通信	13.58	0.22
9678.HK	雲知聲	296.40	44.59
2643.HK	曹操出行	36.00	-14.16
2605.HK	METALIGHT	6.80	-30.26
6676.HK	找鋼集團-W	10.02	0.20
2506.HK	訊飛醫療科技	87.00	5.07
2431.HK	佑駕創新	19.40	14.12
2586.HK	多點數智	13.80	-54.32
2567.HK	七牛智能	1.19	-56.73
2533.HK	黑芝麻智能	20.45	-26.96
2531.HK	廣聯科技控股	4.80	2.13
2495.HK	聲通科技	135.00	-11.24
6657.HK	百望股份	38.90	8.06
2479.HK	天聚地合	60.15	-27.82
2512.HK	雲工廠	3.80	-17.39
2228.HK	晶泰控股	5.80	9.85
2556.HK	邁富時	51.65	18.46
2438.HK	出門問問	3.68	-3.16
2598.HK	連連數字	9.44	-7.63
2477.HK	經緯天地	2.64	164.00

二、收入結構與業務板塊分析（截至 2024 年及 2025 年上半年）

1. 交易促成服務為最大收入來源

- 2024 年收入為 5.18 億港元，占總收入 71.8%；
- 2025 年上半年收入為 1.93 億港元，占總收入 68.0%。收入構成明細（2024 年）：
- 傭金收入：2.40 億港元；
- 數位資產交易收入：1.34 億港元；
- OTC 差價收入：未單獨披露金額，但為 2023 年第三季度上線後推動增長的主要因素。

1. 鏈上服務收入

- 2024 年收入為 1.25 億港元，主要來源：
- 質押及節點驗證：8,176 萬港元；
- 代幣化服務：700 萬港元，呈上升趨勢。

1. 資產管理服務收入

- 2024 年收入為 7,816 萬港元，主要為固定管理費，未見顯著波動。

1. 收入地域分佈（2024 年）

- 百慕大平臺貢獻交易收入占比 64.7%；
- 香港平臺貢獻交易收入占比 26.6%。

三、運營效率與成本結構（2022–2025 年上半年）

- 一般及行政開支占收入比例：
- 2022 年：140.5%；
- 2023 年：未披露；
- 2024 年：降至 87.8%；
- 2025 年上半年：進一步降至 42.5%。
- 銷售及行銷開支占收入比例呈下降趨勢，受益於品牌網路效應增強與自然流量增長。

四、合規資質與安全體系

- 持有監管牌照包括：
- 香港證監會第 1 類（證券交易）、第 7 類（提供自動化交易服務）及虛擬資產交易平台牌照；
- 新加坡大型支付機構牌照（MPI）；
- 百慕大 F 級全牌照；
- 阿聯酋虛擬資產服務提供者牌照；
- 愛爾蘭及日本相關牌照（未明確類別，但提及“持牌運營”）。
- 所有牌照均有效。

- 客戶數位資產 98%存放於多重簽名冷錢包，採用 HSM 加密與 CrowdStrike Falcon 即時威脅檢測，符合 ISO 27001、SOC 2 Type 2 國際安全標準。
- 通過 AI 自動化 KYC/AML 系統降低合規成本，提升交易處理效率。

五、虧損與財務壓力來源（2022–2025 年上半年）

- 淨虧損情況：
 - 2022 年：權益股東應占虧損 5.85 億港元；
 - 2023 年：5.80 億港元；
 - 2024 年：擴大至 11.89 億港元；
 - 2025 年上半年：虧損 5.06 億港元。
- 虧損主因：數位資產重估減值及市場波動。
 - 2024 年重估儲備減少 2.93 億港元；
 - 2025 年上半年再減少 2,585 萬港元；
 - 累計重估儲備由 2022 年末 19.68 億港元降至 2025 年 6 月 30 日 1.69 億港元。
- 融資活動支撐運營：
 - 2024 年發行優先股募資 3.12 億港元；
 - 2024 年股份期權相關支出達 5.66 億港元；
 - 2025 年上半年再融資 1.09 億港元。

六、客戶與供應商集中度變化（2022–2025 年上半年）

- 客戶集中度顯著下降：
 - 2022 年五大客戶收入占比 79.6% → 2024 年降至 18.5%；
 - 2022 年單一大客戶占比 52.8% → 2024 年降至 10.6%；
 - 關聯方客戶：HashKey Fintech III、GDZ International Limited、HashKey Fintech II；
 - 2025 年上半年客戶結構進一步多元化，交易所經紀與鏈上質押客戶占比上升。
- 供應商集中度下降：
 - 2022–2024 年五大供應商採購額占比由 39.1%降至 29.4%；
 - 最大供應商萬向區塊鏈採購占比由 29.8%降至 18.4%；
 - 主要供應來源：雲服務、保險及技術服務商，除萬向區塊鏈外均為獨立協力廠商。

七、市場地位與增長驅動力

- 香港最大持牌數位資產交易平臺服務提供者；

- 2024 年在岸交易量占全球總交易量 16.3%，預計 2029 年將升至 36.8%（複合年增長率 48.9%）；
- 機構交易量占全球總交易量 65%（2024 年），預計 2029 年達 76%；
- 鏈上服務規模（截至 2025 年 9 月 30 日）：
 - 質押資產達 290 億港元，為亞洲最大質押服務商；
 - 代幣化資產達 17 億港元。

八、戰略方向與未來規劃

- 深化機構客戶滲透：依託香港虛擬資產交易平臺制度，服務銀行、家族辦公室及持牌證券公司，提供 Omnibus 帳戶與定制化交易面板；
- 加速鏈上服務商業化：推進現實世界資產代幣化與加密即服務（CaaS），技術平臺毛利率超 90%；
- 構建穩定幣生態閉環：通過戰略投資 RD InnoTech 及對接跨境支付網路，把握香港《穩定幣條例》實施後機遇；
- 戰略性收縮百慕大業務，集中資源於具備法幣出入金能力的香港平臺，優化成本結構與運營杠杆。