



Web 3.0 行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚（执业 S1130525020001） 分析师：柴梦婷（执业 S1130525030013）

yi Yongjian@gjzq.com.cn

chaimengting@gjzq.com.cn

从 Bullish 上市看 Web 3.0 生态发展

一、流动性充裕预期+虚拟资产监管框架持续完善+传统机构和资金入局共同推动虚拟资产价格提升

- 宏观层面：美国 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，低于市场预期，叠加美国财长贝森特在接受媒体采访时表示，现在可能会进入一系列降息周期，流动性充裕助力虚拟资产价格提升。8 月 15 日，据 CME《美联储观察》显示，美联储 9 月维持利率不变的概率为 7.9%，降息 25 个基点的概率为 92.1%。美联储 10 月维持利率不变的概率为 3.2%，累计降息 25 个基点的概率为 41.7%，累计降息 50 个基点的概率为 55.2%。
- 政策监管层面：虚拟资产监管框架不断完善。2025 年 7 月，《GENIUS 法案》推出；《Clarity 法案》、《反 CBDC 法案》均通过众议院；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。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。
- 资金和买盘层面：机构跑步入场。今年以来（截至 5 月），企业购买 BTC 数量超过任何其他类别投资者，持有量增加 15.7 万枚 BTC。第二大买家是 ETF，BTC 持有量增加 4.9 万枚。而散户/个人的 BTC 持有量减少 24.7 万枚。

二、《GENIUS 法案》后第一币股

- 公司 CEO 为前纽交所总裁，且获硅谷投资大佬 Peter Thiel 支持。
- 公司业务版图兼具交易所基础设施（Bullish 合规交易所）以及数据和信息服务（CoinDesk）。1）交易所业务：聚焦于机构，提供现货（为最主要的交易品类）、永续合约，计划推出期权，目前支持超过 115 个交易对（现货 70+交易对，永续合约 45+交易对），主要赚 Spread。此外，还提供流动性服务，与 20+机构达成合作，主要为订阅制收入。2）CoinDesk 信息数据服务：包括 CoinDesk Indices（CoinDesk 20 Index 等）、CoinDesk data（截至 1Q 末，共计为 17.1 万名用户提供信息）和 CoinDesk Insights（Coindesk.com、Consensus conference）。
- 商业模式以交易收入和订阅服务收入为主，类似 Coinbase。从经调整收入口径来看，Bullish 交易类净收入占比由 2022 年的 97%下降至 2024 年的 72%，25Q1 进一步下降至 68%，收入多元化发展。
- 合规路径发展，在全球拿牌照。已获 1）德国联邦金融监管局颁发的加密货币托管、自营交易和主要经纪商许可证；2）中国香港证监会颁发的 1 类/7 类和 VATP 牌照；3）直布罗陀金融服务委员会颁发的分布式账本技术许可证；4）在美国部分州的 MTLs，已申请纽约州的 BitLicense，以及其他州的 MTLs。

三、港股映射标的梳理

- 新火科技控股公司概况：传统虚拟资产王者回归，资源+人才+资管优势显著，全球范围拿合规牌照。
- 2025 年 6 月 29 日，公司公告向五名投资者（李林的 Avenir Investment、翁晓奇的 LINEX、TX Capital、Night Wood 和 Rosen）定增 28.34%（完成后持股占 22.08%），共计募资 2.7 亿港元。募集资金的 46%将用于集团业务发展与拓张，其中约 9360 万港元用于中国香港 VATP 发牌计划，约 3120 万港元用于升级当前的 1 号牌以及支持其他地区虚拟资产牌照申请或收购。
- 全球拿牌：目前公司已经完成对日本合规交易所 BitTrade 50%以上股份的收购，等收购完成后，新火科技间接持有 BitTrade 92.31%股份。计划在新加坡、阿联酋，甚至欧洲等地拿牌。

风险提示

监管政策风险、资产价格波动风险、交易平台竞争加剧风险。



内容目录

一、流动性充裕预期+虚拟资产监管框架持续完善+传统资金和机构入局共同推动虚拟资产价格提升.....	4
1.1 宏观层面：降息预期提升，流动性充裕预期推动虚拟资产价格提升.....	4
1.2 政策层面：监管框架不断完善，401（k）养老金投资行政令拟允许养老金投资加密资产等另类资产..	4
1.3 资金和买盘层面：机构跑步进场，企业+ETF+政府持有 BTC 显著增加.....	4
1.4 虚拟资产价格&市值：资产价格提升，BTC 市值排名全球第 6.....	5
二、《GENIUS 法案》后第一币股——Bullish.....	5
2.1 发展历程：2021 年成立即计划上市.....	5
2.2 股东结构&团队背景：CEO 为前纽交所总裁，硅谷投资大佬 Peter Thiel 支持.....	6
2.3 业务版图：兼具交易所基础设施+数据信息服务.....	7
2.4 牌照分析：已获得德国、中国香港、直布罗陀、美国部分州的牌照.....	8
2.5 收入拆分：交易类+订阅服务收入为主，收入多元化发展趋势.....	9
2.6 财务趋势：收入利润波动受虚拟资产周期影响.....	10
2.7 囤币情况：BTC 储备位于上市公司中的第五名.....	11
三、Bullish VS Coinbase.....	11
四、港股映射的差异化标的——新火科技控股.....	15
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：美国虚拟资产相关政策.....	4
图表 2：2025 年 BTC 所有者变化.....	5
图表 3：BTC 和 ETH 市值排名（截至 2025 年 8 月 13 日）.....	5
图表 4：Bullish 历史进程.....	6
图表 5：高管团队.....	6
图表 6：公司股权结构.....	7
图表 7：Bullish 业务版图.....	7
图表 8：具体业务进展.....	8
图表 9：公司牌照列举.....	9
图表 10：公司经调整营收构成.....	9
图表 11：公司数字资产销售收入及增速.....	9
图表 12：分品类现货交易额及增速.....	10
图表 13：Spread 趋势变化.....	10
图表 14：经调整收入和经调整 EBITDA.....	11
图表 15：上市公司 BTC 储备量（截至 2025 年 8 月 15 日）.....	11



图表 16: Bullish 25Q1 利润表.....	12
图表 17: Coinbase 25Q1 利润表.....	12
图表 18: Coinbase 25Q1 收入构成.....	12
图表 19: Bullish 25Q1 收入构成.....	12
图表 20: CoinDesk 版图.....	13
图表 21: Coinbase 交易额.....	13
图表 22: Bullish 交易额.....	13
图表 23: 2025 年 7 月中心化交易所现货币占率.....	13
图表 24: Coinbase 25Q1 交易额分类.....	14
图表 25: Coinbase 25Q1 交易类收入分类.....	14
图表 26: Coinbase 25Q1 交易额分类（按币种）.....	14
图表 27: Bullish 25Q1 交易额分类（按币种）.....	14
图表 28: 25Q1 Bullish 平均交易 Spread.....	14
图表 29: 25Q1 Coinbase 收入按地域分.....	15
图表 30: 25Q1 Bullish 数字资产销售按地域分.....	15
图表 31: 完成定增后的股权结构.....	16
图表 32: 新火资管其中一只基金举例.....	16
图表 33: 新火科技 2025 年中报情况.....	17



一、流动性充裕预期+虚拟资产监管框架持续完善+传统资金和机构入局共同推动虚拟资产价格提升

1.1 宏观层面：降息预期提升，流动性充裕预期推动虚拟资产价格提升

- 美国劳工统计局 8 月 12 日发布的数据显示，美国 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，低于市场预期的 2.8%，前值为 2.7%；核心 CPI 同比上涨 3.1%，高于市场预期的 3%，前值为 2.9%。
- 8 月 15 日，据 CME《美联储观察》显示，美联储 9 月维持利率不变的概率为 7.9%，降息 25 个基点的概率为 92.1%。美联储 10 月维持利率不变的概率为 3.2%，累计降息 25 个基点的概率为 41.7%，累计降息 50 个基点的概率为 55.2%。
- 美国财长贝森特在接受媒体采访时表示，现在可能会进入一系列降息周期：如果数据准确，美联储可能会更早开始降息，对美联储 9 月会议感到乐观，9 月降息 50 个基点的可能性很大。现在可能会进入一系列降息周期，无论用哪种模型测算，美联储的利率应当比现在的水平低 150 到 175 个基点。

1.2 政策层面：监管框架不断完善，401(k) 养老金投资行政令拟允许养老金投资加密货币等另类资产

- 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 将制定明确的加密货币发行、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1：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 通过以实物加密货币赎回，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货币发行
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，接触加密货币合规期货交易场所的 DCM 申请
2025-08-05	SEC 公司财务部关于流动性质押 (Liquid Staking) 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。

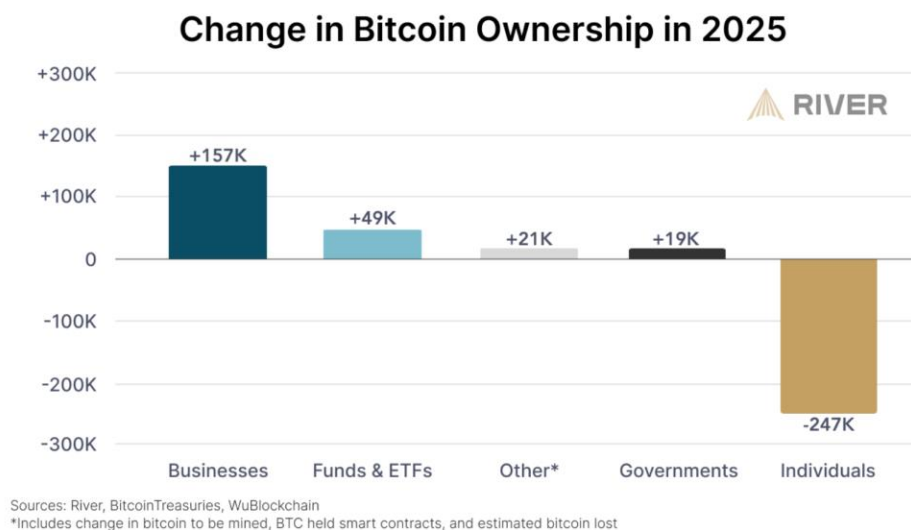
来源：Blockbeats，国金证券研究所

1.3 资金和买盘层面：机构跑步进场，企业+ETF+政府持有 BTC 显著增加

- 根据 Cointelegraph，2025 年 1 月 1 日-2025 年 5 月 12 日，以 Strategy 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2：2025 年BTC 所有者变化



来源：Cointelegraph，国金证券研究所

1.4 虚拟资产价格&市值：资产价格提升，BTC 市值排名全球第6

- 截至 2025 年 8 月 14 日，BTC 一度突破 12.4 万美元，创历史新高，ETH 创 2022 年以来新高。
- 截止 2025 年 8 月 13 日，根据 Coinglass，BTC 市值排名全球第 6 名，ETH 市值排名全球第 25 名。

图表3：BTC 和 ETH 市值排名（截至 2025 年 8 月 13 日）

排名	公司名称	股票代码	市值
1	黄金	GOLD	\$22.88万亿
2	英伟达	NVDA	\$4.40万亿
3	微软	MSFT	\$3.93万亿
4	苹果	AAPL	\$3.45万亿
5	谷歌	GOOG	\$2.47万亿
6	比特币	BTC	\$2.40万亿
22	SPDR 标普500ETF	SPY	\$5910.33亿
23	美国礼来公司	LLY	\$5883.35亿
24	iShares Core S&P 500	IVV	\$5798.66亿
25	以太坊	ETH	\$5610.92亿
26	万事达卡	MA	\$5219.13亿
27	奈飞（网飞）	NFLX	\$5179.78亿
28	Vanguard Group, Inc.	VXUS	\$4554.23亿

来源：Coinglass，国金证券研究所

二、《GENIUS 法案》后第一币股——Bullish

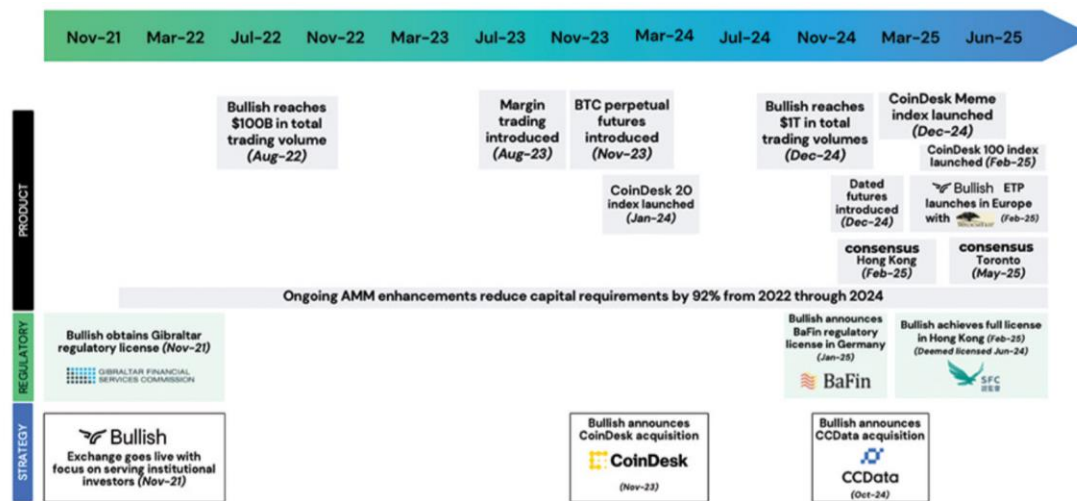
2.1 发展历程：2021 年成立即计划上市

公司于 2021 年成立；于 2023 年 8 月上线保证金交易；于 2023 年 11 月上线比特币永续合约且宣布收购 CoinDesk；于 2024 年 1 月上线 CoinDesk 20 Index；于 2024 年 10 月宣布收购 CCData；于 2024 年 12 月总交易额突破 1 万亿美元且上线远期合约；于 2025 年 2 月举行中国香港 Consensus conference 且上线 CoinDesk 100 Index；于 2025 年 5 月举行多伦多 Consensus conference。

公司曾在 2021 年宣布拟通过与 SPAC 公司 Far Peak Acquisition Corp. 合并实现上市，当时估值高达 90 亿美元，同时计划通过 PIPE 融资募集约 9 亿美元，获得包括贝莱德（BlackRock）、Galaxy Digital 等知名机构的支持。在加密行业监管收紧背景下，该交易推进受阻，双方于 2022 年 12 月宣布“互相同意终止合并协议”。



图表4: Bullish 历史进程



来源：公司招股书，国金证券研究所

2.2 股东结构&团队背景：CEO 为前纽交所总裁，硅谷投资大佬 Peter Thiel 支持

公司董事长兼 CEO 为 Thomas，曾是纽交所总裁，负责纽交所的整体运营管理，领导各类股票及股票期权交易所的业务。董事 Brendan 为 Bullish 联合创始人，2016 年联合创立了 Block.one 公司。

图表5: 高管团队

Directors and Executive Officers

The following table sets forth the names, ages, and positions of our executive officers and directors following completion of this offering:

Directors and Executive Officers	Age	Position/Title
Thomas W. Farley*	49	Chief Executive Officer, Chairman and Director
David W. Bonanno	43	Chief Financial Officer
Andrew C. Bliss	38	Director
Brendan F. Blumer**	38	Director
Karen J. Simon^	66	Independent Director
Andrew C. Wynn^	70	Independent Director
Kokuei Yuan	51	Director

* Mr. Farley will be appointed as Chairman of the Board upon completion of this offering.

** Mr. Blumer is currently Chairman of the Board and will serve in that position until the completion of this offering.

^ To be appointed upon completion of this offering.

来源：公司招股书，国金证券研究所

公司股权高度集中于管理层，IPO 后，公司联创 Brendan 将持股 30.1%，董事 Kokuei Yuan 将持股 26.7%，CEO Thomas 将持股 3.8%，董事 Andrew 将持股 3.7%，CFO David 将持股 1.4%。此外，Bullish 受到硅谷投资大佬、PayPal 联创 Peter Thiel 支持。



图表6: 公司股权结构

Name of Beneficial Holder	Class A Shares owned	Options on Class A	Class A Shares Beneficially Owned Prior to this Offering	Percent of Class A Shares Beneficially Owned Prior to this Offering	Class B Shares Beneficially Owned Prior to this Offering	Percent of Class B Shares Beneficially Owned Prior to this Offering	Total Class A and B Shares (Ordinary Shares Post IPO Reorganization) Beneficially Owned Prior to this Offering	Percent of Total Class A and B Shares (Ordinary Shares Post IPO Reorganization) Beneficially Owned Prior to this Offering	Ordinary Shares Beneficially Owned After this Offering	Percent of Ordinary Shares Beneficially Owned After this Offering
Executive Officers and Directors:										
Brendan F. Blumer ⁽¹⁾	41,134,432		41,134,432	36.3%			41,134,432	35.5%	41,134,432	30.1%
Thomas W. Farley, Chief Executive Officer ⁽²⁾									5,213,528	3.8%
David W. Bonanno, Chief Financial Officer ⁽³⁾									1,861,976	1.4%
Andrew C. Bliss, Director ⁽⁴⁾	5,040,002		5,040,002	4.5%			5,040,002	4.3%	5,040,002	3.7%
Kokuei Yuan	36,453,037		36,453,037	32.2%			36,453,037	31.4%	36,453,037	26.7%
Executive Officers and Directors, as a group (5 persons)	82,627,471		82,627,471	71.3%			82,627,471	71.3%	89,702,975	65.7%
5% Shareholders:										
Pu Luo Chung VC Private Limited ⁽⁵⁾	14,401,315	125,000	14,526,315	12.8%	125,000	4.6%	14,651,315	12.6%	14,651,315	10.7%
Alexander See	9,864,857		9,864,857	8.7%			9,864,857	8.5%	9,864,857	7.2%
PLC (Bullish Global) Ltd ⁽⁶⁾		781,250	781,250	*	781,250	28.6%	1,562,500	1.3%	1,562,500	1.1%
Galaxy Digital Ventures LLC ⁽⁷⁾		625,000	625,000	*	625,000	22.8%	1,250,000	1.1%	1,250,000	*
PLC (Bullish Global 2) Ltd ⁽⁸⁾					573,363	21.0%	573,363	*	573,363	*
Camomille Global Opportunities Fund ⁽⁹⁾		156,250	156,250	*	342,262	12.5%	498,512	*	498,512	*
EFM Global Growth Master Fund ⁽¹⁰⁾		281,250	281,250	*	281,250	10.3%	562,500	*	562,500	*

* Equals less than 1%

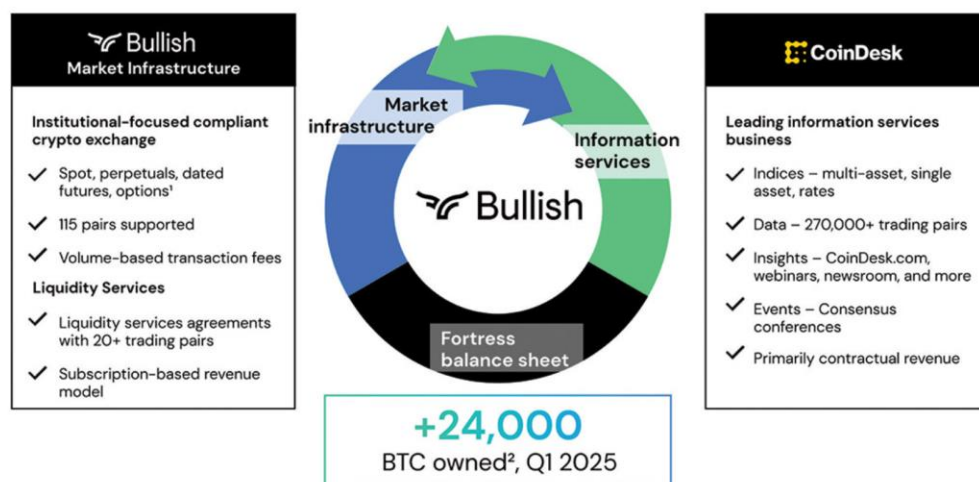
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

2.3 业务版图: 兼具交易所基础设施+数据信息服务

公司兼具交易所基础设施 (Bullish 交易所) 以及数据和信息服务 (CoinDesk)。

- **Bullish 合规交易所业务:** 聚焦于机构服务, 提供现货 (为最主要的交易品类)、永续合约、期货, 计划推出期权, 目前支持超过 115 个交易对 (现货支持 70+ 交易对, 永续合约支持 45+ 交易对)。该业务根据交易量收取佣金。
- **Bullish 流动性服务:** 与 20+ 机构达成合作, 该业务为订阅制收入。
- **CoinDesk 信息服务:** 为数字资产行业提供新闻、数据、指数和透明的分析, 同时通过 Consensus conference 促进合作伙伴关系、投资机会和社区参与。

图表7: Bullish 业务版图



Note: ¹ Options not yet launched; ² Bitcoin owned includes sum of Bitcoin classified within Digital assets held – intangible assets, inventories and financial assets; loan and other receivables – digital assets; and investments.

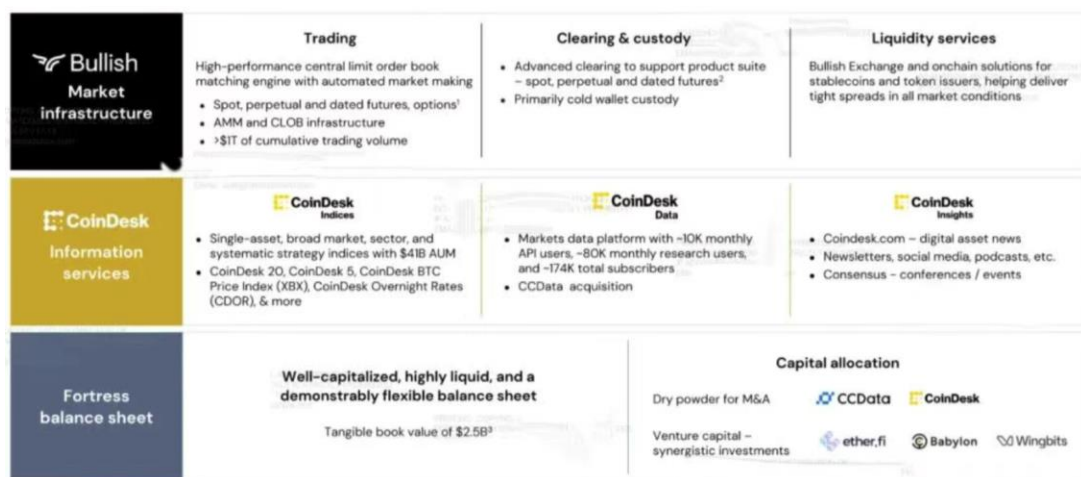
来源: 公司招股书, 国金证券研究所



具体业务进展和表现：

- **Bullish 交易所**：在美国部分州、德国、中国香港和直布罗陀均获得相关牌照，计划在更多地方申请牌照（牌照分析具体见下一章节）。目前交易品类以现货为主：2024 年，现货日均交易额达到 14.98 亿美元；永续合约日均交易额达到 3.3 亿美元。
- **CoinDesk 指数**：提供一系列可交易的专有和单一资产基准及指数，用于追踪全球数字资产和传统金融行业中机构的数字资产表现，典型的指数包括 CoinDesk 20 Index，该指数衡量 20 种代表整体市场的选定数字资产的表现。商业模式：公司通过授权收取许可费，该费用可能基于授权方的资产管理规模。运营数据：截至 2025 年 6 月 30 日，公司为资产管理规模超过 410 亿美元和交易额超过 150 亿美元的产品提供参考利率。
- **CoinDesk 数据**：提供数字资产市场数据和分析，提供对价格、趋势和市场动态的实时洞察。商业模式：公司从中赚取各种订阅和服务费。运营数据：截至 2025 年 3 月 31 日，共计为 17.1 万名用户提供信息。
- **CoinDesk Insights**：是全球最知名的数字资产媒体和活动提供商之一，运营着领先的数字媒体平台 Coindesk.com 有关数字资产、潜在市场、政策和区块链技术的新闻和见解，Consensus conference 是世界上规模最大、持续时间最长的数字资产活动之一。商业模式：公司从广告、赞助和活动中赚取收入。运营数据：2024 年，Coindesk.com 吸引了超过 5500 万的独立访客。Consensus conference 在 2025 年吸引了超过 2.6 万名注册用户。

图表8：具体业务进展



来源：雷递网，国金证券研究所

2.4 牌照分析：已获得德国、中国香港、直布罗陀、美国部分州的牌照

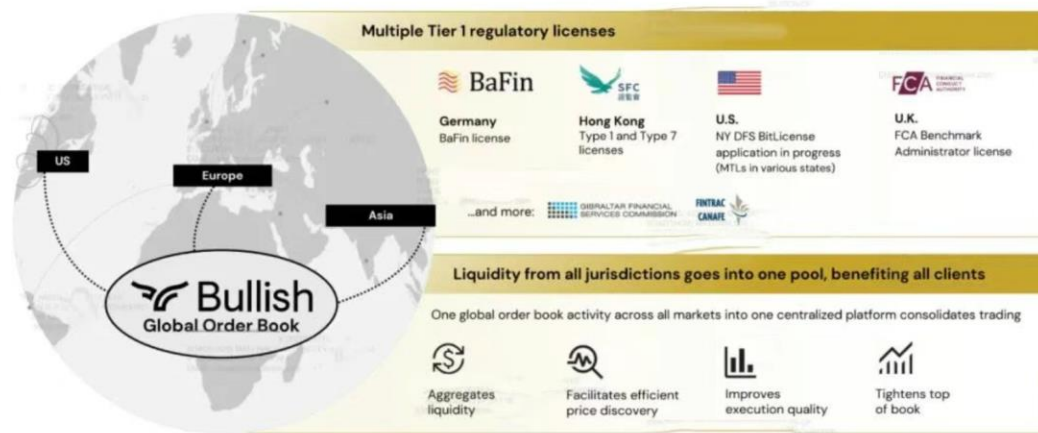
公司走合规路径，在各地拿牌照，目前牌照获得以及申请情况：

- **德国**：已获得德国联邦金融监管局（BaFin）颁发的加密货币托管、自营交易和主要经纪商许可证。
- **中国香港**：已获得中国香港证监会（SFC）颁发的 1 类（证券交易）/7 类（提供自动化交易服务）和 VATP（虚拟资产交易平台）牌照。
- **直布罗陀**：已获得直布罗陀金融服务委员会（GFSC）颁发的分布式账本技术许可证。
- **美国**：在部分州已获得 Money Transmitter Licenses (MTLs)，已申请纽约州的 BitLicense，以及其他州的 MTLs。
- **CoinDesk 指数**：在英国受到金融行为监管局（FCA）的监管，被授权为基准管理员，并正在探索其指数产品在欧洲获得监管认可。



图表9：公司牌照列举

1 Bullish operates globally with multiple Tier 1 regulatory licenses and one global order book



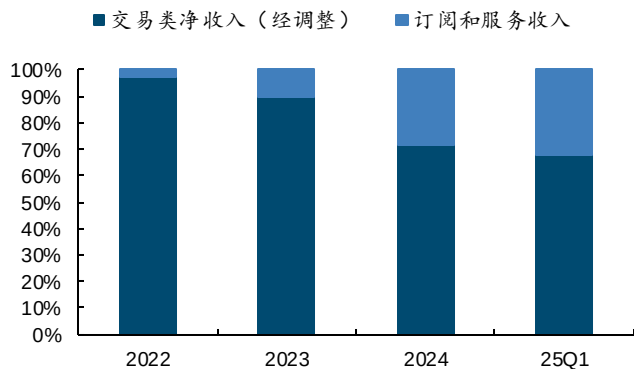
来源：雷递网，国金证券研究所

2.5 收入拆分：交易类+订阅服务收入为主，收入多元化发展趋势

从报表直接来看，数字资产销售收入占总营收比重接近 100%，该收入既包括公司所售数字资产的账面价值，也包括公司在交易中收取并实现的 Spread 及交易费用。其他收入目前占总营收比重不足 0.05%，主要包括公司为客户提供匹配服务所收取的交易手续费以及订阅和服务收入。

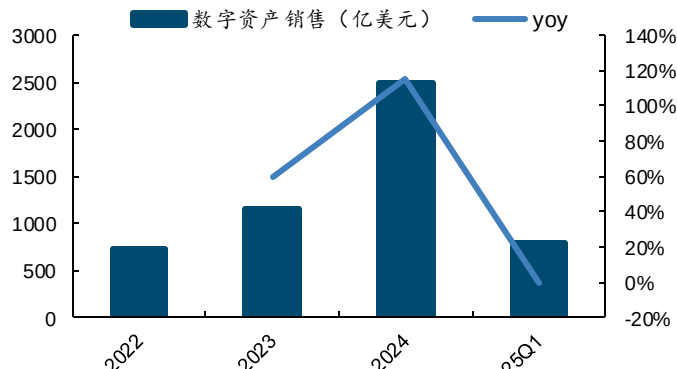
从经调整收入口径来看（更能展现公司真实经营情况，都记净收入），交易类净收入占比由 2022 年的 97%下降至 2024 年的 72%，25Q1 进一步下降至 68%，收入多元化发展。

图表10：公司经调整营收构成



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表11：公司数字资产销售收入及增速



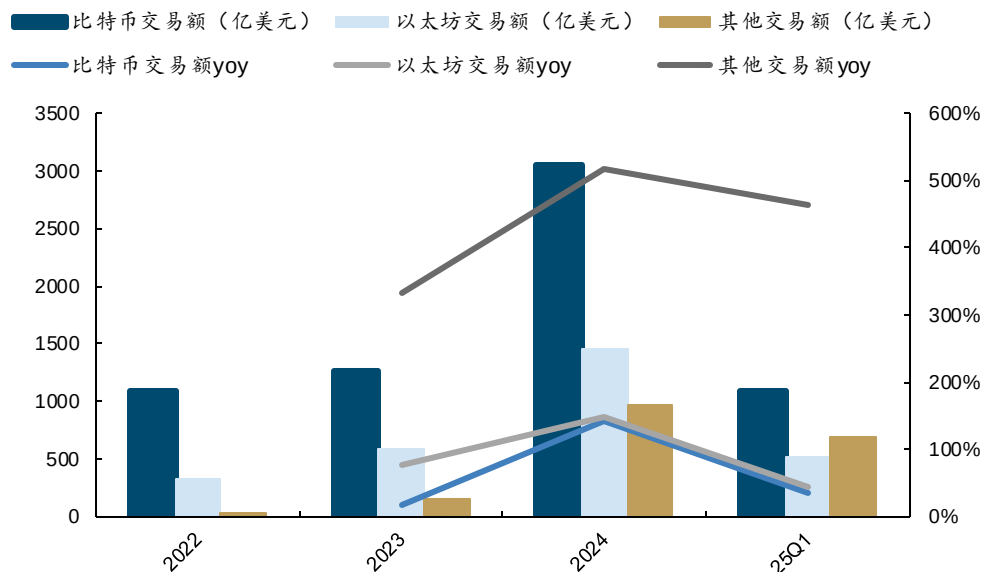
来源：公司招股书，国金证券研究所

聚焦交易结构来看，2024 年，现货交易额占比总交易额 81%，永续期货交易金额占比总交易额 18%。

聚焦现货交易结构来看，1) 比特币交易额占比总交易额从 2022 年的 75%下降至 2024 年的 56%，25Q1 占比进一步下降至 47%，仍为公司第一大现货交易品类；2) 以太坊交易额占比总交易额从 2022 年的 23%提升至 2024 年的 26%，25Q1 占比下降至 23%；3) 其他交易额占比总交易额从 2022 年的 3%提升至 2024 年的 18%，25Q1 占比进一步提升至 30%。



图表12: 分品类现货交易额及增速



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

2024 年, 公司数字资产销售收入大幅提升, 主要得益于现货交易额同比大幅提升 173%, 进一步受到大盘交易量以及公司市占率提升驱动, 而现货 Spread 持续下降, 平均 Spread 由 2023 年的 6.6bps 下降到 2024 年的 3.1bps, 25Q1 进一步下降至 2bps。

根据公司招股书披露, 2024 年, Bullish 交易所全球比特币现货交易和全球以太坊现货交易的市占率分别为 35%和 44% (与同类型公司相比较)。根据 CoinMetrics, Bullish 交易所经常排名全球比特币和以太坊现货交易前十。

图表13: Spread 趋势变化

Average Trading Spread	Years ended December 31,		
	2024	2023	2022
	(bps)		
Bitcoin	3.4	6.7	12.3
Ethereum	2.9	6.1	14.0
Others	2.3	7.7	19.2
Overall Average Trading Spread	3.1	6.6	12.8

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

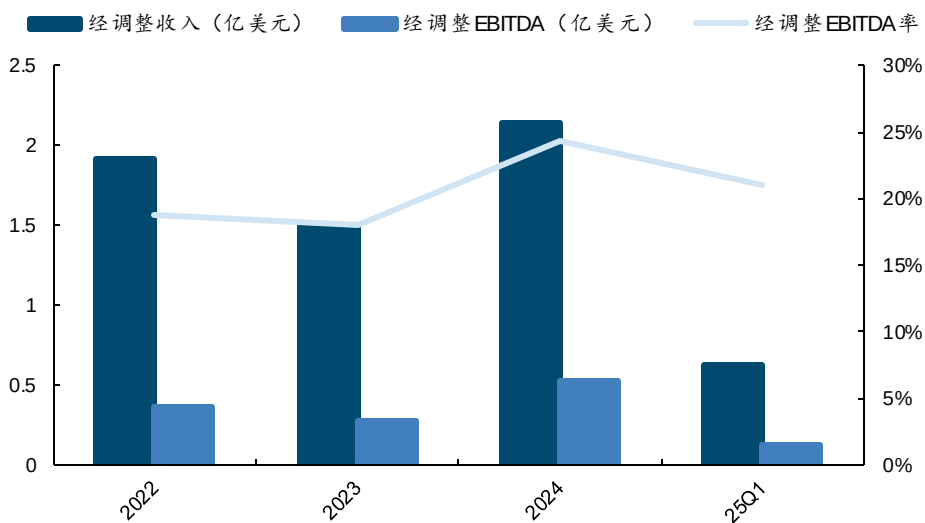
2.6 财务趋势: 收入利润波动受虚拟资产周期影响

2024 年, 公司经调整收入达到 2.14 亿美元, yoy+43%, 其中 1) 经调整交易类收入达到 1.53 亿美元, yoy+17%, 主要得益于大盘交易量提升叠加 BTC 和 ETH 现货交易的市占率显著提升; 2) 订阅及服务收入显著提升, 2023 年 11 月完成的 CoinDesk 收购。

2024 年, 公司经调整 EBITDA 达到 0.52 亿美元, yoy+93%, 经调整 EBITDA 率 (分母为经调整收入) 为 24%。



图表14: 经调整收入和经调整 EBITDA



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

2.7 囤币情况: BTC 储备位于上市公司中的第五名

根据招股书, 截至 2025 年 3 月 31 日, Bullish 持有 BTC 共计 2.4 万枚 (排名上市公司持币第五名), ETH 共计 1.3 万枚。

图表15: 上市公司 BTC 储备量 (截至 2025 年 8 月 15 日)

BITCOINTREASURIES.NET				Ticker	Bitcoin
1	Strategy	↑	US	MSTR	628,946
2	MARA Holdings, Inc.		US	MARA	50,639
3	XXI		US	CEP	43,514
4	Bitcoin Standard Treasury ...		US	BSTR	30,021
5	Bullish	↑	US	BLSH	24,000
6	Riot Platforms, Inc.		US	RIOT	19,239
7	Metaplanet Inc.	↑	JP	MTPLF	18,113
8	Trump Media & Technolog...		US	DJT	15,000
9	CleanSpark, Inc.		US	CLSK	12,703
10	Coinbase Global, Inc.		US	COIN	11,776

来源: BitcoinTreasuriesNet, 国金证券研究所

三、Bullish VS Coinbase

- Coinbase 和 Bullish 收入和利润体量有较大差距。我们把 Bullish 的数字资产销售按 net 口径来看 (与 Coinbase 保持一致): 25Q1, Bullish 实现净收入 0.47 亿美元, Coinbase 实现净收入 20.34 亿美元。25Q1, Bullish 实现净亏损 3.49 亿美元, Coinbase 实现净利润 0.66 亿美元。25Q1, Bullish 经调整 EBITDA 达到 0.13 亿美元, Coinbase 达到 9.3 亿美元。



图表16: Bullish 25Q1 利润表

	Notes	Three months ended March 31,	
		2025	2024
Digital assets sales	4	80,236,157	80,404,577
Cost of digital assets derecognized	5	(80,209,641)	(80,375,573)
Other revenues	6	20,304	9,366
Change in fair value of digital assets held, net	7	(246,762)	162,174
Net spread related income and change in fair value of perpetual futures on the Exchange		(3,702)	(4,220)
Change in fair value of investment in financial assets	14	(71,810)	349
Administrative expenses	8	(47,186)	(36,757)
Other expenses	9	(15,063)	(9,916)
Finance expense	10	(10,240)	(8,929)
Change in fair value of derivatives		—	(526)
Change in fair value of financial liability at FVTPL	22	(900)	(35,600)
Income(loss) before income tax		(348,643)	104,945
Income tax expense/(benefit)	11	221	(176)
Net income/(loss)		(348,622)	104,769
Attributable to:			
Owners of the Group		(343,994)	103,573
Non-controlling interests		(4,628)	1,196
Net income/(loss)		(348,622)	104,769

来源：公司招股书，国金证券研究所

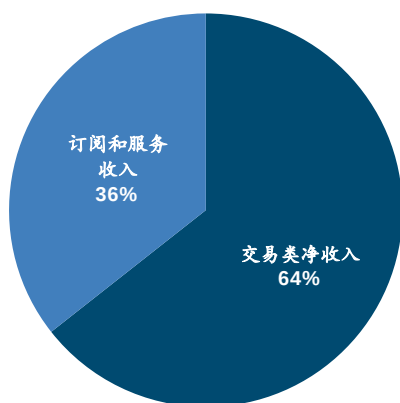
图表17: Coinbase 25Q1 利润表

	Three Months Ended March 31,	
	2025	2024
Revenue:		
Net revenue	\$ 1,960,319	\$ 1,587,677
Other revenue	73,976	49,893
Total revenue	2,034,295	1,637,570
Operating expenses:		
Transaction expense	303,026	217,407
Technology and development	355,368	357,863
Sales and marketing	247,283	98,585
General and administrative	394,346	287,236
Losses (gains) on crypto assets held for operations, net	34,365	(86,358)
Other operating (income) expense, net	(5,899)	2,376
Total operating expenses	1,328,489	877,109
Operating income	705,806	760,461
Interest expense	20,511	19,071
Losses (gains) on crypto assets held for investment, net	596,651	(650,429)
Other expense (income), net	6,188	(45,605)
Income before income taxes	82,456	1,437,424
Provision for income taxes	16,848	261,179
Net income	\$ 65,608	\$ 1,176,245

来源：公司公告，国金证券研究所

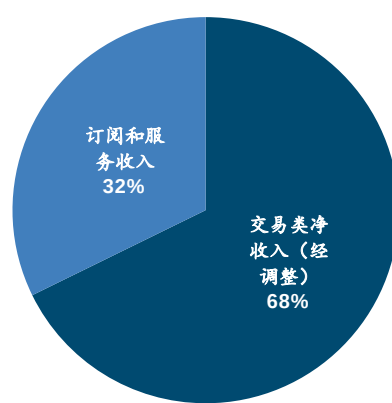
- Coinbase 和 Bullish 收入结构类似，交易类收入+订阅和服务费收入为主，且呈现出收入多元化发展趋势。25Q1, Coinbase 交易类净收入/订阅和服务收入分别占比总收入 64%/36%; Bullish 交易类净收入（经调整）/订阅和服务收入分别占比总经调整收入 68%/32%。

图表18: Coinbase 25Q1 收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表19: Bullish 25Q1 收入构成



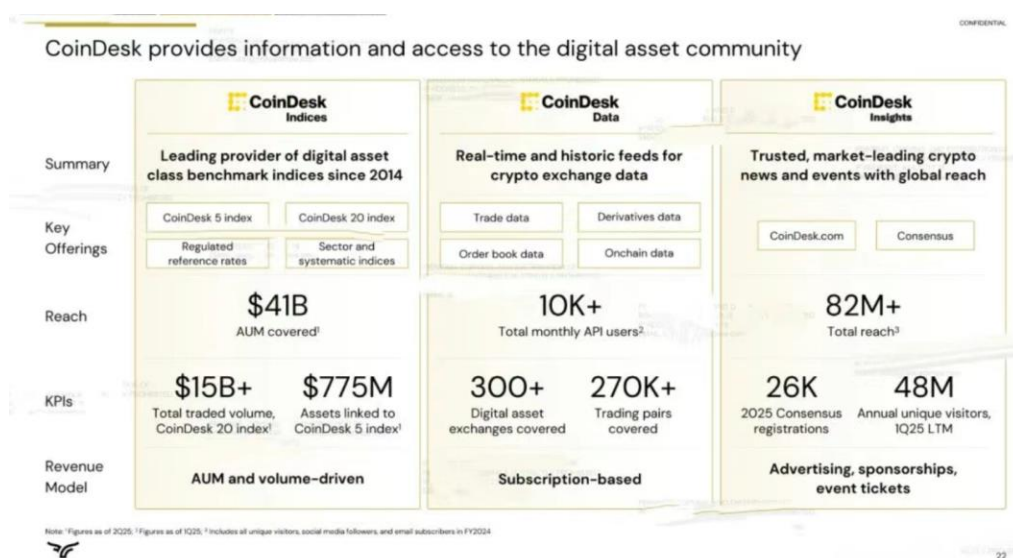
来源：公司招股书，国金证券研究所

展望未来，Coinbase 目前所披露的愿景更具备想象空间：1) 打造全品类的交易所，万物皆可上链，Coinbase 正在寻求 SEC 的批准，以向客户提供“代币化股票”。2) 支付领域，少数拥有垂直整合支付能力的公司之一，包括 USDC、Base、拥有数百万零售用户的消费级应用和钱包，以及为企业和开发者提供支持的支付 API。

Bullish 目前尚未披露后续潜在发展方向，但理论上交易所多种展业的路径。此外，Bullish 拥有媒体平台 CoinDesk（涵盖 Indices、Data、Insights），或将打开新的业务空间。Bullish 体外的 Block.one 或将赋能公司。



图表20: CoinDesk 版图



来源：雷递网，国金证券研究所

- Coinbase 现货交易额市占率高于 Bullish 现货市占率 2.5 个 pct。25Q1，Bullish 总现货交易额为 2295 亿美元，yoy+78%；Coinbase 平台总现货交易额为 3930 亿美元，yoy+26%，其中机构现货交易额 3150 亿美元，yoy+23%。根据 CoinDesk 数据，2025 年 7 月，Coinbase 现货交易额在中心化交易所中占 4.67% 的市场份额，排名第 5；Bullish 现货交易额在中心化交易所中占 2.19% 的市场份额，排名第 11。

图表21: Coinbase 交易额

	Year Ended December 31,		Change
	2024	2023	%
Trading Volume (in billions)			
Consumer	\$ 221	\$ 75	195
Institutional	941	393	139
Total Trading Volume	<u>\$ 1,162</u>	<u>\$ 468</u>	148

	Three Months Ended March 31,		Change
	2025	2024	%
Trading Volume (in billions)			
Consumer	\$ 78	\$ 56	39
Institutional	315	256	23
Total Trading Volume	<u>\$ 393</u>	<u>\$ 312</u>	26

来源：公司公告，国金证券研究所

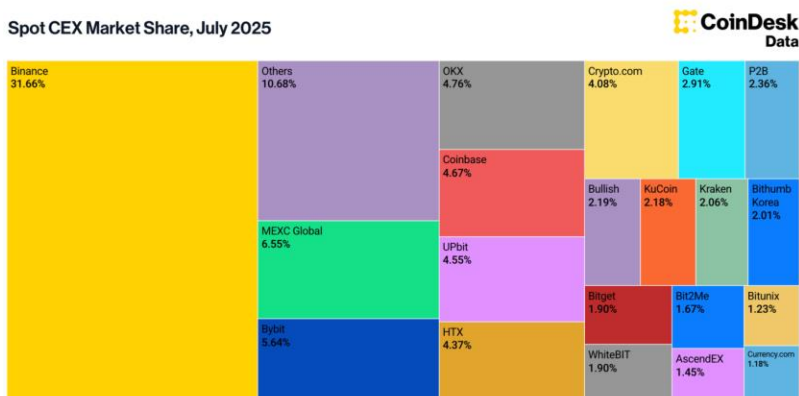
图表22: Bullish 交易额

	Years ended December 31,			Change			
Trading Volume	2024	2023	2022	2024		2023	
				\$	%	\$	%
	(in US\$ millions)			(in US\$ millions)		(in US\$ millions)	
Bitcoin	305,183	125,928	108,270	179,255	142%	17,658	16%
Ethereum	144,526	58,372	33,104	86,154	148%	25,268	76%
Others	96,998	15,718	3,644	81,280	517%	12,074	331%
Total	546,707	200,018	145,018	346,689	173%	55,000	38%

Trading Volume	Three months ended March 31,		Change	
	2025	2024	\$	%
	(in US\$ millions)		(in US\$ millions)	
Bitcoin	108,603	80,082	28,521	36%
Ethereum	52,390	36,565	15,825	43%
Others	68,549	12,191	56,358	462%
Total	229,542	128,838	100,704	78%

来源：公司招股书，国金证券研究所

图表23: 2025 年 7 月中心化交易所现货市占率

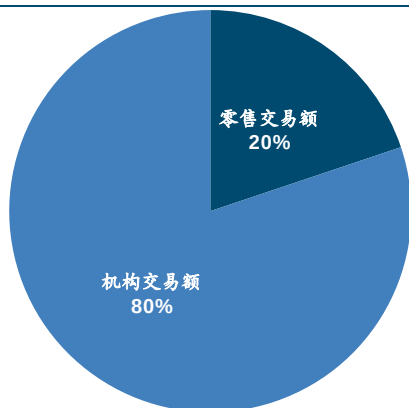


来源：CoinDesk，国金证券研究所

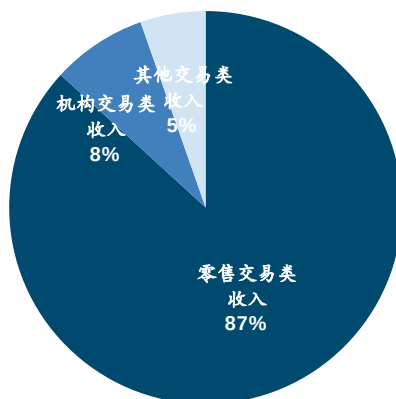


- Coinbase 交易所业务服务于零售+机构用户，Bullish 聚焦于机构用户。25Q1，Coinbase 交易额里机构占比 80%，零售占比 20%，但从收入贡献来看，机构交易类收入仅占比总交易类收入的 8%，零售交易类收入占比总交易类收入的 87%。

图表24: Coinbase 25Q1 交易额分类



图表25: Coinbase 25Q1 交易类收入分类

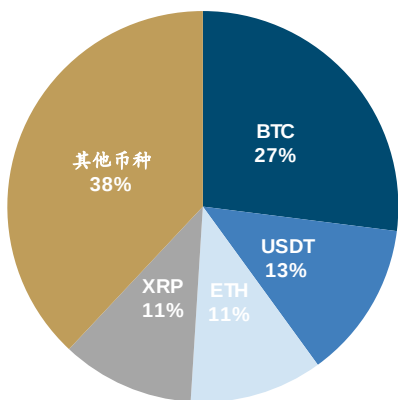


来源：公司公告，国金证券研究所

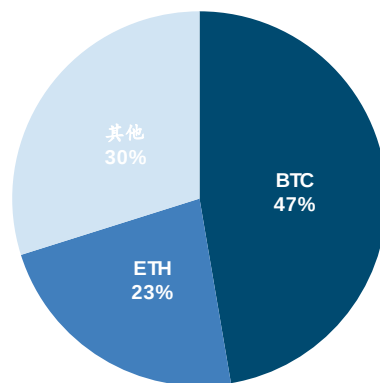
来源：公司公告，国金证券研究所

- Coinbase 交易品类相较于 Bullish 更为丰富，25Q1，Bullish 在 BTC 和 ETH 交易额上反超 Coinbase。截至 2025 年 3 月 31 日，Bullish 平台上的现货交易对达到 70+，覆盖 40+数字货币。25Q1，Bullish BTC/ETH 现货交易额分别为 1086 亿美元/524 亿美元，Coinbase 平台 BTC/ETH 现货交易额分别为 1061 亿美元/432 亿美元。从交易额分类来看（按币种），Bullish 交易额更集中在 BTC+ETH，两者合计占总交易额 70% 左右（25Q1 数据）。

图表26: Coinbase 25Q1 交易额分类（按币种）



图表27: Bullish 25Q1 交易额分类（按币种）



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

- 25Q1，Coinbase 零售 take rate 为 1.4%，机构 take rate 为 0.03%。同期，Bullish 的平均交易 Spread 为 2bps，yoy-47%，其中 BTC/ETH 平均交易 Spread 分别为 2.5bps/2.2bps，分别 yoy-33%/-36%。

图表28: 25Q1 Bullish 平均交易 Spread

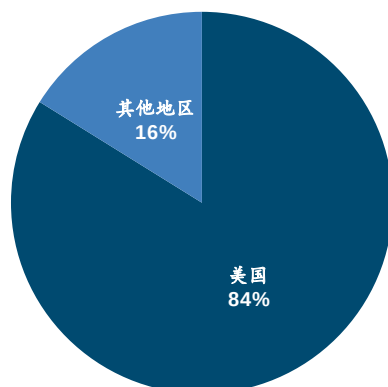
Average Trading Spread	Three months ended March 31,		Change	
	2025	2024	bps	%
	(bps)			
Bitcoin	2.5	3.7	(1.2)	(33)%
Ethereum	2.2	3.4	(1.2)	(36)%
Others	1.0	4.9	(3.9)	(79)%
Overall Average Trading Spread	2.0	3.8	(1.8)	(47)%

来源：公司招股书，国金证券研究所



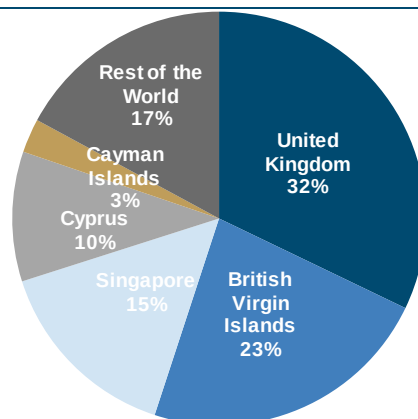
- Coinbase 收入以美国为主，Bullish 交易收入按地域看较为分散。25Q1，Coinbase 84%收入由美国贡献。25Q1，Bullish 交易所数字资产销售按地域分：英国/英属维尔京群岛/新加坡/塞浦路斯/开曼群岛分别占比 32%/23%/15%/10%/3%。

图表29：25Q1 Coinbase 收入按地域分



来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：25Q1 Bullish 数字资产销售按地域分



来源：公司招股书，国金证券研究所

- Coinbase 采用传统中心化撮合系统，Bullish 中心化订单簿与自动化做市商 AMMI 机制结合。自动化做市商指令（AMMI）使客户能够以可定制且自动的方式提供流动性。这些订单允许客户在特定参数内放置一系列限价买入和/或卖出订单，这些订单作为市场中可靠的流动性来源。AMMI 订单类型具有多项优势，包括增加流动性、减少对传统做市商的依赖以及支持双向流动，从而提高市场效率。使客户能够为市场提供高度定制化的流动性，并且可以手动操作或通过 API 进行操作。AMMI 订单确保独立的价格发现，因为价格仅根据实际交易活动进行更新，不使用外部数据源或预言机。使用 AMMI 订单的客户能够享受到独特的经济优势，比如在交易匹配并成交时，能够获取价差和交易手续费的一部分。

四、港股映射的差异化标的——新火科技控股

- 核心逻辑：传统虚拟资产王者回归，资源+人才优势显著，全球范围拿合规牌照。
 - ✓ 2025 年 6 月 29 日，公司发布公告，向五名投资者（Avenir Investment、LINEX、TX Capital、Night Wood 和 Rosen）定增 28.34%（完成后持股占 22.08%），共计募资 2.7 亿港元。
 - ✓ 完成后：1) Avenir Investment Limited 持股比例达到 29.83%，该公司由李林间接全资拥有；2) 杜均持股 10.98%；3) ON CHAIN Technology LIMITED 持股比例将达到 10.95%，该公司由 ChainUp 创始人钟庚发全资拥有；4) LINEX Holdings Ltd. 持股比例将达到 10%，该公司最终实益拥有人为翁晓奇。
 - ✓ 募集资金的 46%将用于集团业务发展与拓张，其中约 9360 万港元用于中国香港 VATP 发牌计划，约 3120 万港元用于升级当前的 1 号牌以及支持其他地区虚拟资产牌照申请或收购。
 - ✓ 探索的其他地区牌照包括：1) 新加坡金融管理局颁发的数字支付代币（DPT）服务牌照；2) 阿联酋的虚拟资产服务提供商（VASP）牌照；3) 探索在欧洲（包括马耳他、卢森堡或立陶宛）获得加密资产市场（MiCA）合规牌照，但需预算获批并将进入研究及规划阶段。
 - ✓ 目前公司已经完成了对日本合规交易所 BitTrade 50%以上股份的收购，等收购完成后，新火科技间接持有 BitTrade 92.31%股份。


图表31：完成定增后的股权结构

本公司股東	於最後可行日期		將予配發 及發行的 認購股份 數目	緊隨完成後	
	所持股份 數目	概約 百分比		所持股份 數目	概約 百分比
Avenir Investment Limited	170,318,997	29.07 %	54,000,000	224,318,997	29.83 %
杜均	82,526,647	14.08 %	0	82,526,647	10.98 %
ON CHAIN Technology LIMITED	82,300,000	14.05 %	0	82,300,000	10.95 %
LINEX Holdings Ltd.	0	0.00 %	75,170,000	75,170,000	10.00 %
TX Capital Holdings Ltd.	0	0.00 %	7,500,000	7,500,000	1.00 %
Night Wood Pte. Ltd	0	0.00 %	25,750,000	25,750,000	3.42 %
Rosen Holdings Ltd.	0	0.00 %	3,580,000	3,580,000	0.48 %
其他公眾股東	250,786,794	42.80 %	0	250,786,794	33.35 %
總計	585,932,438	100 %	166,000,000	751,932,438	100 %

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 公司目前主要业务：

- ✓ **资产管理业务：**通过新火资管展开该业务，新火资管持有 SFC 下发的第 1/4/9 类牌照，仅面向专业投资者展业。截至 2025 年 3 月 31 日，新火资管管理了包含虚拟资产的 12 支基金，AUM 达到 8870 万美元，截至 2025 年 6 月，AUM 进一步提升至 1 亿美元。

图表32：新火资管其中一只基金举例

產品名稱	NH Investment SPC-Evolving Investment Crypto Multi-Strategy Fund SP新火資管SPC-進歩投資加密貨幣多策略基金SP（簡稱E基金）
投資形式	USD、USDT
目標規模	5億美元（USD500000000.00）
投資期限	封闭1年
投資策略	二級市場的投資（CoinMarket Cap市值前200名，同時在HASHKEY和coinbase兩家交易所上線的加密資產）
投資範圍	主要投資於全球數字資產領域的優質專案
退出機制	核定收益及分紅，靈活贖回退出
管理年費	每年收取投資額的2%為基金管理費，按月收取
利潤分紅	投資總收益在0 ~ 100%，投資人獲得70%收益 投資總收益在100~200%，投資人獲得60%收益 投資總收益在200%以上，投資人獲得50%收益
投資額度	50萬美元以上（USD500000.00）
稽核報告	月度稽核報告+年度稽核報告（與上報香港證監會一致）
先發優勢	香港首支通過SFC備案的百分百投資數字資產的私募基金。
專業團隊	上市公司推出、行業領先，經歷行業3輪以上牛熊週期，深度瞭解產品，資金安全的情況下獲得高額回報。

来源：Evolving Capital 官网，国金证券研究所

- ✓ **信托及托管业务：**包括中央托管业务及 MPC 自托管业务，分别通过新火信托及 Sinohope Digital Limited 开展。新火信托根据中国香港法例第 29 章《受托人条例》第 78（1）条注册为信托公司并获公司注册处处长发出注册证明书。Sinohope Digital Limited）已根据美国金融犯罪执法局（FinCEN）实施的银行



保密法（BSA）规则注册成为货币服务业务（MSB）。

- ✓ 虚拟资产借贷及加密货币交易业务（FY25H1，加密货币净营收占净营收比重为41%）：1) 向客户提供虚拟资产借贷管理业务；2) 场外虚拟资产交易业务，与公司及个人客户进行虚拟资产交易；3) 于加密货币交易所进行虚拟资产交易。
- ✓ 咨询服务业务：向客户提供区块链及 web3 业务有关的咨询服务。

图表33：新火科技 2025 年中报情况

	附註	截至三月三十一日止六個月	
		二零二五年 千港元 (未經審核)	二零二四年 千港元 (未經審核)
收益			
加密貨幣交易業務		3,437,756	620,989
其他業務		17,923	34,619
	6	<u>3,455,679</u>	<u>655,608</u>
銷售及服務成本			
加密貨幣交易業務		(3,433,274)	(613,316)
其他業務		(11,415)	(10,151)
		<u>(3,444,689)</u>	<u>(623,467)</u>
毛利		10,990	32,141
其他收入及收益／(虧損)淨額	7	6,043	(917)
加密貨幣公允價值(虧損)／收益淨額		(514)	42,165
利息收入		316	759
其他資產減值虧損撥回	14	—	78,810
其他應收款項減值虧損撥回	14	10,250	—
行政開支		(39,263)	(54,093)
應佔一間合營企業之業績		—	5,080
融資成本	8	(122)	(4,679)
除所得稅前(虧損)／溢利	9	(12,300)	99,266
所得稅抵免	10	—	1,901
期間(虧損)／溢利		<u>(12,300)</u>	<u>101,167</u>

来源：公司公告，国金证券研究所

五、风险提示

- 1) 监管政策风险：中国香港证监会及金管局可能延缓相关牌照发放进度，或将影响公司业绩。
- 2) 资产价格波动风险：加密货币价格或剧烈波动，或将影响相关公司业绩。
- 3) 交易平台竞争加剧风险：获牌者增多或将影响平台竞争格局。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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