

全球布局领先的跨境支付服务商

核心观点

连连数字是中国首批在全球范围内提供跨境支付的公司之一，凭借先发优势积累了牌照和客户壁垒，公司已经获批 65 项支付牌照及相关资质，累计服务 590 万家商户及企业，2024 年数字支付流水达到 3.3 万亿元，成为行业龙头，并于近日取得香港 VATP 牌照，有望加强 web3 布局，完善数字支付生态，预计公司 2024~27 年收入的年复合增速为 14.3%，首次覆盖给予“增持”评级。

摘要

跨境支付领先者，全球布局成熟。连连数字成立于 2009 年，2024 年香港上市，是中国领先的独立数字支付服务商，业务覆盖 100 多个国家和地区，累计服务 590 万家商户及企业，支持超 130 种货币交易。公司 2024 年数字支付交易流水（TPV）达 3.3 万亿元，同比增长 64.7%，Frost & Sullivan 预计中国跨境数字支付市场 2022-2027 年预计复合增速 25.2%，公司有望受益于行业增长。

全球支付为核心，受益于跨境电商成长性。公司核心业务分为数字支付（境内/全球）与增值服务。全球支付涵盖收单、收付款、汇兑等，通过虚拟账户体系解决跨境电汇费用高、开户难等痛点，费率（0.29%-5.5%）显著高于境内支付（0.01%-1.1%）。2020-2024 年全球支付收入从 3.78 亿元增至 8.08 亿元，复合增速 20.9%。增值服务包括数字化营销、运营支持、技术服务等，2020-2024 年收入从 800 万元增至 1.46 亿元，复合增速 108.1%，依托跨境商户多元化需求，成为新增长极。

牌照、技术、客户资源构筑竞争优势。1) 全球牌照布局：累计获得 65 项支付牌照，覆盖中国、美国（全 50 州货币转移牌照）、欧洲（卢森堡 EMI 牌照）、东南亚支付牌照，构建合规壁垒。2) 技术驱动：2024 年研发费用 3.19 亿元，占比 24.3%，自主研发反洗钱系统（每秒万宗交易审查）、分布式支付平台（200 毫秒订单处理），支持高效安全交易。3) 对接 Amazon、Shopify 等 100+ 电商平台，客户触达能力强，2023 年活跃客户 130 万家，跨境商户/企业客户数年均增速 27.1%/343.3%。

银行卡清算与 VATP 打开新空间。1) 与美国运通合作：2017 年合资成立连通公司，2020 年获中国银行卡清算牌照，25 年完成出售部分股权后仍深度合作，共享高端信用卡市场增长；2) 2024 年获批香港 VATP 牌照，有望通过利用区块链技术提升跨境支付效率。

风险提示：市场竞争加剧、贸易摩擦及限售股解禁压力。

连连数字 (2598.HK)

首次评级

增持

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

吴马涵旭

wumahanxu1@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070001

发布日期：2025 年 05 月 07 日

当前股价：6.19 港元

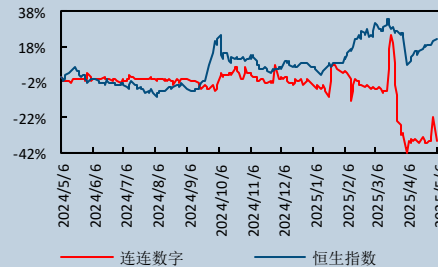
目标价格 6 个月：9.6 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-3.88/-3.06	-37.98/-48.00	-36.05/-58.71
12 月最高/最低价 (港元)			11.96/5.55
总股本 (万股)			107,906.00
流通 H 股 (万股)			41,866.88
总市值 (亿港元)			66.79
流通市值 (亿港元)			66.79
近 3 月日均成交量 (万)			73.26
主要股东			
浙江赛智伯乐股权投资管理有限公司			21.79%

股价表现



相关研究报告

目录

1. 公司概况	1
1.1 发展历程：覆盖全球 100 多个国家/地区	1
1.2 业务概览：跨境支付收入占比超过 60%	1
1.3 治理架构：核心团队成员具备国际视野	2
1.4 行业地位：凭借全球战略市场份额领先	3
2. 商业模式	4
2.1 核心驱动：数字支付+增值服务	4
2.2 竞争优势：牌照、技术、客户资源	6
2.2.1 全球的牌照布局：构建合规壁垒，覆盖核心市场	7
2.2.2 持续的技术积累：专有技术平台，提升交易效率	7
2.2.3 深厚的客户资源：多元化客户群体与高粘性生态	8
2.3 前瞻布局：银行卡清算、数字资产交易所	9
2.3.1 与美国运通的战略合作：银行卡清算业务	9
2.3.2 获批香港 VATP 牌照：围绕支付提升效率	10
3. 投资分析	11
3.1 盈利预测：预计 2024~2027 年收入复合增速 14.3%	11
3.2 相对估值：采用 P/S 可比公司法	12
报表预测	13
风险分析	15

1. 公司概况

1.1 发展历程：覆盖全球 100 多个国家/地区

公司于 2009 年正式成立，2024 年上市。经过十余年的发展，目前已经是国内领先的独立数字支付服务商。公司在 2011 年取得境内支付业务许可，2013 年进入跨境电商支付赛道，2016 年于香港设立海外办事处开始全球扩张，2017 年与美国运通成立合资清算子公司，2018 年在英国、爱尔兰、巴西建立业务，2021 年在新加坡、美国所有州取得牌照，2024 年 5 月取得卢森堡 EMI 牌照，深耕欧洲市场、12 月取得香港 VATP 牌照。经过十余年的发展，截至 2024 年 12 月 31 日，累计为电商、零售、旅行、物流、教育、房地产和制造业等全球各行业的 590 万家商户和企业提供服务，覆盖全球 100 多个国家和地区。

图 1:连连的发展历程



数据来源：连连数字，中信建投证券

1.2 业务概览：跨境支付收入占比超过 60%

目前，公司的业务模式包括数字支付和增值服务两个模块，其中数字支付包括境内支付和全球支付，2024 年公司全球支付、境内支付、增值服务业务收入占比分别为 61.4%、26.1%、11.1%，全球业务是公司的核心主业。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已经在全球 100 多个国家及地区建立业务，取得了 65 项支付牌照及相关资质，支持超过 130 种货币交易。

公司的数字支付按功能可分为收款、付款、收单、汇兑、虚拟银行卡及聚合支付；增值服务可分类为商业服务和技术服务，商业服务包括数字化营销、运营支持及引流，技术服务包括账户及电子钱包以及软件开发服务。

图 2:连连数字的业务模式

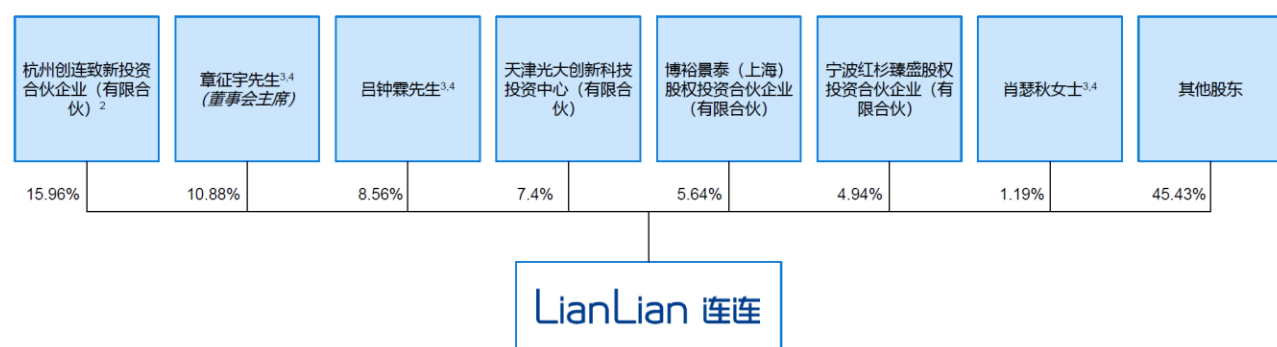


数据来源：连连数字，中信建投证券

1.3 治理架构：核心团队成员具备国际视野

公司实际控制人为章征宇先生。章先生直接持股 10.88%，通过杭州创连致新闻间接持股 15.96%，合计拥有公司股份 26.84%；同时，章先生与吕钟霖先生、肖瑟秋女士于 2021 年 1 月 1 日签订一致行动协议，合计持股 36.88%，公司的股权相对集中。

图 3:连连数字的股权结构（截至 2025/3/18）



数据来源：公司公告，iFind，中信建投证券

核心团队经验丰富，具备全球化视野。公司董事长为章征宇先生，首席执行官为辛洁先生。章先生为公司创始人，主要负责公司的整体战略规划、业务方向和运营管理；辛先生在加入公司之前曾长期在中金公司任职，目前负责公司的整体战略规划及日常运营；魏平女士、朱晓松先生、王愚先生均为公司执行董事，分别负责公司的财务、全球业务和技术管理。除上述之外，公司管理层还包括总裁孙大利先生、副总沈恩光先生、副总兼

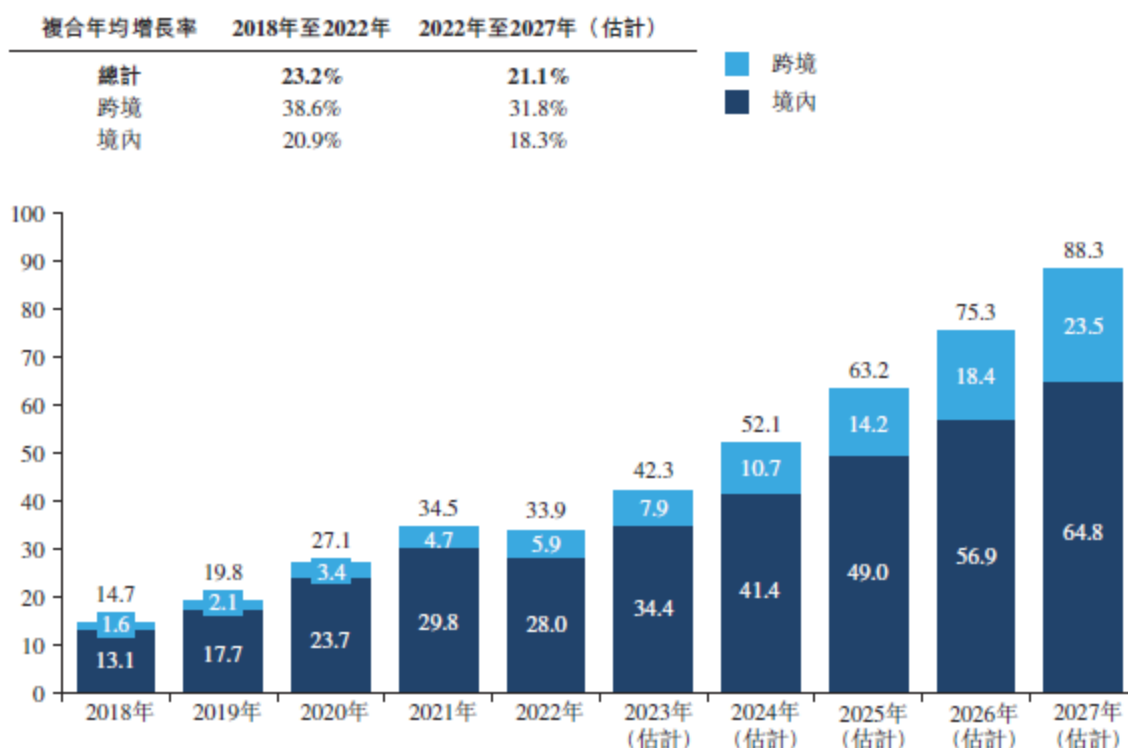
COO 吕蔚嫵女士、副总兼 CHO 傅琴女士、董秘闫浩先生，团队成员曾在包括银联、花旗、汇丰、中金等公司任职，具备领先的行业洞察和全球化前瞻视野。

1.4 行业地位：凭借全球战略市场份额领先

根据弗若斯特沙利文的数据显示，鉴于商户和企业的业务对数字支付的需求不断增加，中国数字支付服务市场的 TPV 从 2018 年的人民币 99.6 万亿元增至 2022 年的人民币 181.2 万亿元，2018 年至 2022 年的复合年均增长率为 16.1%。展望未来，预计中国数字支付服务市场的 TPV 将在 2027 年增至人民币 353.6 万亿元，2022 年至 2027 年的复合年均增长率为 14.3%。

其中，跨境数字支付服务市场的 TPV 从 2018 年的人民币 1.8 万亿元增加到 2022 年的人民币 4.6 万亿元，2018 年至 2022 年的复合年均增长率为 26.4%，预计 2027 年将达到人民币 14.1 万亿元，2022 年至 2027 年的复合年均增长率为 25.2%。

图 4:中国数字支付服务市场的 TPV（万亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，中信建投证券

公司招股书公告显示，以 2022 年数据为基准（跨境和境内总计），连连科技是中国第七大数字支付解决方案提供商，市场份额达到 0.6%，其中前六大公司为非独立的支付服务商，所谓非独立的含义是不属于或不受控于金融机构、不高度依赖大型电商平台等关联方。

在独立支付服务商中，连连数字排名第一，2024 年工数字支付业务的 TPV 达到人民币 3.3 万亿元，同比增长 64.7%，累计服务的客户数量达到 590 万家。

表 1:2022 年中国前十大数字支付解决方案提供商排名（跨境+境内合计）

排名	公司	性质	2022 年 TPV（十亿元）	市占率	简介
1	公司 A	非独立	85000	46.9%	成立于 2004 年的私营公司。其为一家领先的开放式互联网平台，主要为中国境内客户提供数字支付服务及数字金融服务。其注册资本为人民币 350 亿元。
2	公司 B	非独立	54600	30.1%	成立于 1998 年并在香港联交所上市的公众公司。其为一家领先的互联网及科技公司，主要为中国境内客户提供数字支付服务，同时亦有许多其他业务。其注册资本超过人民币 65 百万元，于 2022 年其收入超过人民币 5,540 亿元。
3	公司 C	非独立	8600	4.7%	成立于 2002 年的国有企业。其主要为中国境内客户提供银行卡及各种支付服务。其注册资本超过人民币 90 亿元。截至 2022 年，其拥有超过 36 家子公司及 50 多家海外分支机构。
4	公司 D	非独立	3200	1.7%	成立于 1988 年并在香港联交所上市的公众公司。其为中国内地领先的综合金融及医疗保健服务提供商。其注册资本超过人民币 180 亿元，于 2022 年其收入超过人民币 1 万亿元。
5	公司 E	非独立	2100	1.2%	成立于 1998 年的公众公司，在纳斯达克及香港联交所双重上市。其为中国领先的互联网公司及其在线零售商。其注册资本为人民币 10 亿元，于 2022 年其收入超过人民币 1 万亿元。
6	公司 F	非独立	2000	1.1%	成立于 2015 年并在纳斯达克上市的公众公司。其为领先的电商平台，为消费者提供各种各样的商品。其注册资本超过人民币 10 百万元，于 2022 年其收入超过人民币 1,000 亿元。
7	连连数字	独立	1150	0.6%	--
8	公司 G	独立	1020	0.6%	--
9	公司 H	独立	600	0.3%	--
10	公司 I	独立	400	0.2%	--

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，中信建投证券

2.商业模式

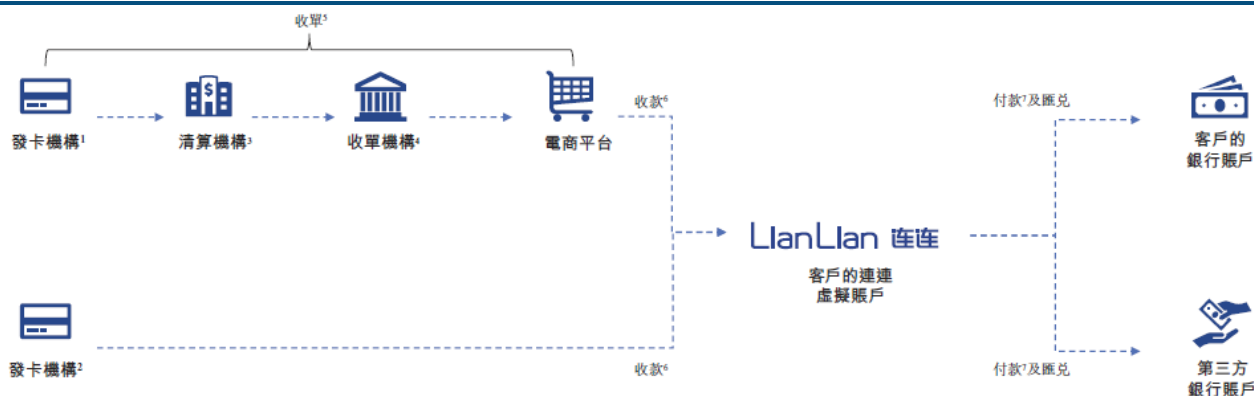
2.1 核心驱动：数字支付+增值服务

在全球支付业务中，公司的核心模式是帮助跨境电商平台的商家转回资金。操作方式是：连连与海外当地

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

银行合作，在自身银行账户下设置虚拟账户分配给商家，让商户能够在当地从电商平台收取资金后能够跨境转回其境内的银行账户。

图 5:连连数字跨境支付的业务流程



数据来源：招股书，中信建投证券

按功能分类，公司提供的跨境支付服务可以分为收单、收付款、汇兑三个业务类型，如上图所示。

收付款：1) 收款：连连通过向商户分配虚拟账户，使得商户能够在当地从电商平台收取不同来源的资金。截至 2023 年 9 月 30 日，公司在超过 100 个电商平台上提供支付服务。2) 付款：连连为客户提供全球数字化资金付款服务，能够让客户通过线上程序，将多种货币的资金转账至自身银行账户或第三方的账户。公司针对商户按照交易的 TPV 收取百分比的提成，一般为 0~2.0%，跨境收付款业务的核心价值在于帮助商户进行跨境交易过程中面临的传统电汇费用高、当地银行账户难开立、各国支付法规不同等痛点，因此整体费率水平较高，从公司的平均费率（收入/TPV）来看，2020 年~2024 年分别为 0.36%/0.33%/0.36%/0.38%/0.29%，远高于境内支付水平。

收单：通常收单机构是为线下商户提供接受付款的基础设备，而连连的收单服务是为商家聚合收付方式，帮助客户就线上交易向卖家收取资金。目前公司只在中国和泰国等地经营收单服务，境外的收单费率约为 3.2%~5.5%，也高于境内的 0.05%~1.1%

汇兑：连连的付款服务是帮助客户将资金从虚拟账户中转入到客户的境内银行账户或第三方账户，并在此过程中完成汇兑。

公司全球支付的客户包括中国跨境商户及企业，也包括海外商户及企业。典型的两个案例是：

商户 B 是一家从事跨境电商业务的中国商户，在 Shopify（独立站平台）拥有店铺。当终端买家在商户 B 通过 Shopify 平台建立的网站上订购商户 B 的产品时，公司帮助商户 B 提供主流的付款方式（包括国际信用卡、本地支付、银行卡支付、电子货币包）及向其终端买家收款，转入其在公司的收单账户（收单服务），并将资金从其收单账户转入在公司的虚拟账户（收款服务），将外币资金兑换为人民币（汇兑服务）并将人民币转回商户 B 的中国内地银行账户（付款服务）。商户 B 还使用其虚拟账户的资金向第三方支付广告及物流服务费用（付款服务）。

企业 D 是一家从事电商业务的泰国企业，拥有自有的独立网站。企业 D 可利用连连的收单服务整合国际信

用卡、本地支付、银行卡支付及电子货币包。连连主要作为收单机构（或与当地有资质的金融机构合作）为企业 D 提供收单服务。公司帮助企业 D 通过公司提供的虚拟账户开展国际收支（收款及付款服务）。

境内支付而言，连连数字主要是作为收单机构，为企业客户提供聚合支付服务。通过数字化平台帮助企业客户简化收款流程从而提升运营效率。

从运营情况来看，公司近年来境内外业务规模均实现持续增长，主要增量来自于境内支付。交易流水（TPV）方面，2020 年~2024 年公司处理的支付总额从 2878 亿元增长到 32815 亿元，年均复合增速高达 83.8%，其中全球支付规模从 1062 亿元增长到 2815 亿元，复合增速 27.6%，境内支付规模从 1816 亿元增长到 30000 亿元，境内支付规模的扩张成为交易流水高增长的主要来源。

收入层面，因费率的差异，主要营收来自于全球支付的贡献。2020 年~2024 年，公司数字支付业务营收从 5.38 亿元增长到 11.51 亿元，年均复合增速 20.9%，其中全球支付业务从 3.78 亿元增长到 8.08 亿元，复合增速 20.9%，收入占比超过 70%，境内支付业务收入从 1.60 亿元增长到 3.43 亿元，复合增速 21.0%。

伴随着商户和企业的不断发展，其对营销、运营等方面的诉求也日益增长，为公司开展增值服务提供了广阔的空间。

连连的增值服务包括商业服务和技术服务，其中商业服务包括数字化营销、运营支持及引流服务，技术服务包括电子钱包和软件开发。

1) 数字化营销：公司与第三方服务商合作，通过发放权益的方式助力客户精准营销。例如通过将商业银行信用卡业务的营销资源与公司客户应用公司服务的业务场景相结合，公司为客户提供营销解决方案，促进其终端买家的消费。

2) 运营支持：连连基于跨境商户的特点，与第三方合作商提供包括开店申请、安排发货等方面的综合性解决方案。2023 年 2 月，连连与中远海运物流供应链有限公司、杭州普泰物流科技有限公司及中普连海创（嘉兴）企业管理合伙企业（有限合伙）成立合营企业（即中普连科技），通过该合营企业的服务，连连帮助商户获得定制的主流海运物流方案或者链接至可靠的国际物流服务。

3) 引流服务：连连会基于客户洞察和数据分析，为有需要的跨境商户提供合作金融机构的融资服务或其他金融产品。

4) 技术服务：连连为全球客户提供账户及电子钱包服务，一方面使得客户的数字支付更加便利，另一方面也可以帮助商家实时的监控和管理资金情况。

在盈利模式方面，公司所有的增值服务客户都是数字支付的客户，连连同样按照客户的 TPV 百分比收取服务费，因此其商业服务与支付交易以及客户的扩张利益保持一致。在 2020 年~2024 年，公司的增值服务收入从 800 万元增长到 1.46 亿元，年均复合增速达到 108.1%，增长进度明显快于支付，核心原因在于跨境商户在获客、汇兑、税务、数据分析等方面面临着相较于境内商户更为复杂的门槛和困难，这使得以全球支付解决方案为核心主业的公司在增值服务方面有望打造第二增长曲线。

2.2 竞争优势：牌照、技术、客户资源

连连数字作为中国领先的数字支付解决方案提供商，在牌照布局、技术投入及客户资源方面展现出显著的竞争优势，具体表现如下：

2.2.1 全球的牌照布局：构建合规壁垒，覆盖核心市场

截至 2024 年 12 月 31 日，连连数字已累计获得 65 项支付牌照及相关资质，覆盖中国内地、中国香港、新建、美国、英国、泰国、印度尼西亚等重要市场，服务网络触达超过 100 个国家和地区，支持 130 种货币交易。其代表的牌照矩阵包括：

中国内地：《支付业务许可证》《银行卡清算业务许可证》（通过合资公司连通）。

美国：唯一一家在中国数字支付企业中持有全美 50 个州货币转移牌照的公司。

欧洲：卢森堡 EMI 牌照（电子货币机构牌照），可开展电子钱包、汇兑等类银行服务。

东南亚：泰国央行颁发的“银行卡支付”和“授权支付”牌照，成为首家以纯外资身份获牌的企业。

虚拟资产领域：2024 年 12 月获得香港证券及期货事务监察委员会颁发的虚拟资产交易平台（VATP）牌照，布局 Web3 生态。

图 6:全球牌照布局体系



数据来源：连连数字，中信建投证券

连连通过“持牌+本土化”策略，在泰国、越南等市场推出定制化支付解决方案，例如在泰国整合本地卡组织、银行渠道和钱包入口，帮助商户通过一个系统接入多支付接口，提升运营效率。在越南，连连与当地金融机构合作提供实时提现服务，降低商户收款成本，并推出收单服务帮助本地卖家打通国际信用卡支付通道。

2.2.2 持续的技术积累：专有技术平台，提升交易效率

公司长期专注于提高与支付相关的研发能力，持续加强研发投入。公司 2024 年技术人员 385 人，占员工总数 34.90%，2020 年~2024 年研发费用分别为 1.24 亿元/1.74 亿元/2.10 亿元/2.68 亿元/3.19 亿元，研发费用率分别为 21.1%/27.1%/28.3%/26.1%/24.3%，长期的技术积累使得公司自主研发的专有技术平台能够为支付、资金转账、全球资金分发、汇兑处理、风险管理、反洗钱评估及交易性真实性核查提供稳定、安全、灵活的系统支持。

图 7:技术平台与产品架构



数据来源：连连数字，中信建投证券

具体来看，公司的技术先进性体现在以下几个方面：1）具备每秒上万宗交易审查能力的先进反洗钱系统，(ii)PB 级（相当于 2 的 50 次方个字节）的数据处理能力；2）具备支付网络动态选路功能的分布式支付平台技术，能够识别信息在网络中的最佳传输路径及；3）平均 200 毫秒内的单笔支付订单处理时间。

2.2.3 深厚的客户资源：多元化客户群体与高粘性生态

根据弗若斯特沙利文的统计，以 2022 年的 TPV 为准，公司在数字支付解决方案领域的市场份额达到 0.6%，在独立服务商中排名第一，在全部服务商中排名第七。

近几年，公司跨境客户数量快速增长，并通过合作生态提升客户粘性。截至 2024 年 12 月 31 日，连连数字累计服务 590 万家商户及企业，覆盖电商、物流、教育、制造业等 30 余个行业；截至 2023 年，全年活跃客户数达到 130 万家，到 2023 年 Q3 为止，中国跨境商户活跃客户 110 万家、跨境企业 4249 家、境外商户及企业 3560 家、境内企业 3328 家；跨境商户、跨境企业、境外商户及企业客户数量的年均复合增速分别达到 27.1%/343.3%/156.7%。公司与 Amazon、Shopee、Shopify 及 Shopyy 等电商平台、商业银行、清算机构以及第三方服务提供商构建了紧密的合作关系，大幅提升了客户粘性。

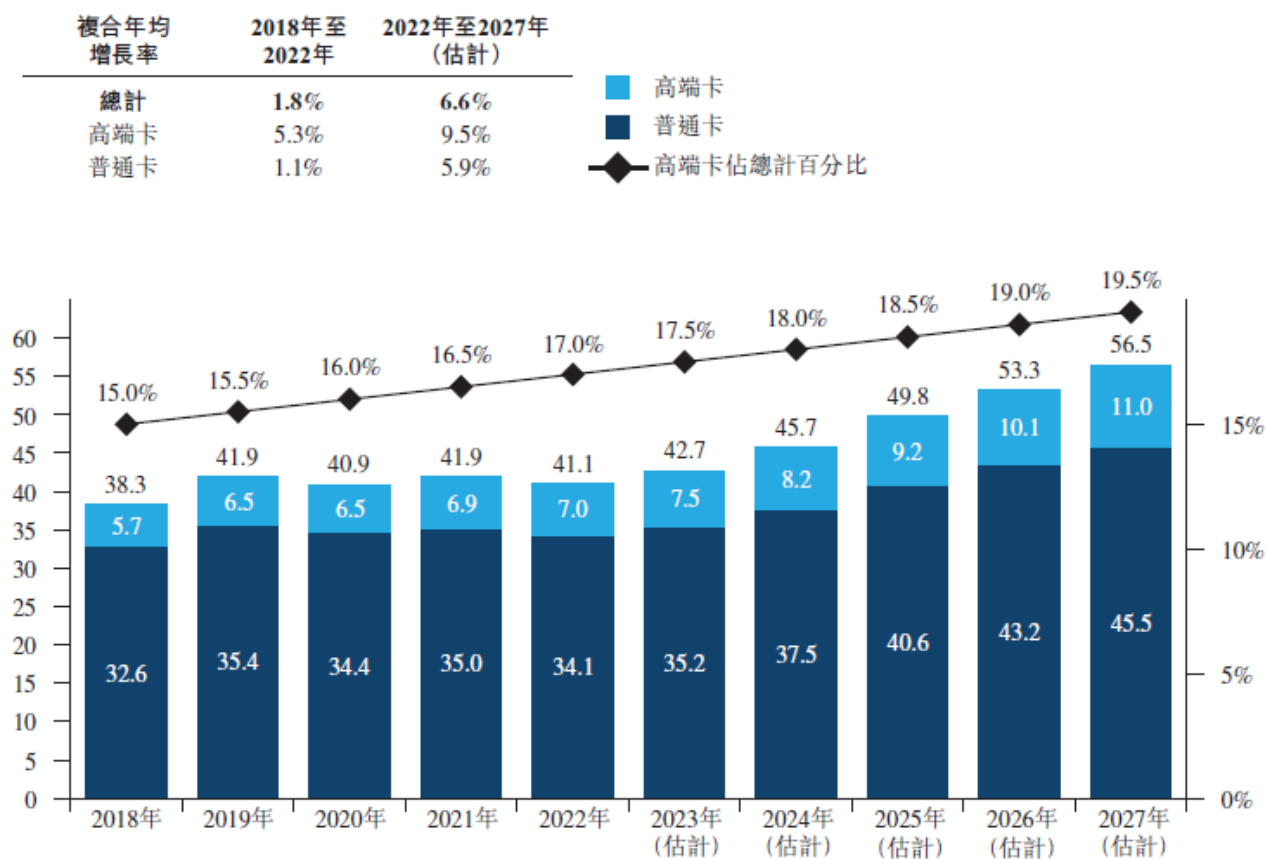
2.3 前瞻布局：银行卡清算、数字资产交易所

2.3.1 与美国运通的合作：银行卡清算业务

在公司的主营业务之外，连连数字与美国运通有持续多年的战略合作。2017年连连与美国运通合资成立“连通公司”，连通公司在2020年6月取得中国国内的银行卡清算业务牌照，成为首家在大陆获得清算牌照的中外合资公司，后续第二家是万事达卡和网联的合资公司。

连通公司在美国运通的加持下，主要经营银行卡清算相关业务。公司与国内发卡行合作，由合作银行发行带有美国运通标识的银行卡，而连通可以作为在中国境内使用的美国运通卡、以及由中国发卡行发行的美国运通卡所涉及的所有交易提供清算等相关服务。

图 8:中国信用卡交易规模有望稳步提升（万亿元）



数据来源：招股书，弗若斯特沙利文，中信建投证券

近年来，中国信用卡交易的市场规模呈现稳步增长的趋势。根据弗若斯特沙利文的统计，中国信用卡的交易额从2018年的38.3万亿元增加到2022年的41.1万亿元，年均复合增速达到1.8%，预计2027年将达到56.5万亿元。其中，高端信用卡的增速高于整体，高端信用卡的交易额从2018年的5.7万亿元增加到2022年的7.0万亿元，年均复合增速5.3%，预计到2027年将达到11.0万亿元。随着高端卡潜在市场规模的扩大，连连的高端卡相关业务有望实现较好的增长。

近期，连连出售该合资公司部分股权给美国运通，但仍保持紧密的战略合作，2025年初，连连数字发布公告，宣布出售合资银行卡清算机构连连公司部分股权。连连与美国运通旗下 AmexTRS 及 AEMD 两家关联公司达成协议，AmexTRS 将以 15.69 亿元收购连连 14.27% 股权，AEMD 以 3203 万元收购 0.29% 股权，出售总对价约 16.01 亿元。同时，美国运通对连连进行增资，将其注册资本由 57.6 亿元增至 80.9 亿元，AmexTRS 及 AEMD 合计认购增资股份 31.67 亿元。交易完成后，美国运通关联公司合计持有连连 82.37% 股权，连连对连连的持股比例降低至 17.63%，公司预计将在 2025 年确认出售收益约 16 亿元以及股权谭波收益 4.45 亿元。

2.3.2 获批香港 VATP 牌照：围绕支付提升效率

2024 年底，连连的全资附属公司 DFXLab 获得香港证监会颁发的 VATP 牌照。虚拟资产领域在香港受桂冠的牌照分别是 1 号牌、7 号牌、9 号牌以及 TCSP 和 VASP (or VATP) 牌，分别代表虚拟经纪主牌、证券化虚拟交易所、虚拟资产管理主牌、虚拟资产托管服务、非证券化虚拟资产交易所。

连连获批的 VATP 牌照是 SFC 旗下最新的虚拟资产相关牌照，许可经营的业务场景最丰富，VATP 牌照授权 DFXLabs 根据《证券及期货条例》进行第 1 类（证券交易）及第 7 类（提供自动化交易服务）受规管活动，并根据《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》在香港设立及营运合规的虚拟资产交易平台。

通过在香港成立虚拟资产交易平台，连连可以运用区块链技术，让参与支付交易的各方均能够实现实时交易完成和结算，共享统一的数据集以减少结算时间并降低数据不一致的风险。此外，利用区块链技术的智能合约和加密技术，可以根据预定的条件自动执行支付交易。因此，公司还可以简化支付流程，提高其自动化水平和透明度，最终提高支付交易效率并降低成本。该平台建立后，公司将能够服务更多商户及企业客户，并通过采用全球区块链技术提升服务质量及安全性。

3. 投资分析

3.1 盈利预测：预计 2024~2027 年收入复合增速 14.3%

公司在跨境支付、境内支付领域以及数字增值服务快速发展，预计连连数字 2024~2026 年主营业务收入将分别达到 13.8 亿元、16.1 亿元、19.6 亿元，同比增速分别为 5.1%/16.4%/22.0%，调整前归母净利润分别为 18.9 亿元/-1.1 亿元/-0.02 亿元，调整后净利润为 0.83 亿元、1.30 亿元、2.37 亿元（调整后净利润与调整前的主要差距体现在股份薪酬开支、处置股权收益与股权摊薄收益）。

（1）收入端：

数字支付：预计 2024~2027 年收入复合增速 14.1%，2025~2027 年对应收入分别是 12.0 亿元、14.0 亿元、17.1 亿元，同比增速分别为 3.9%/16.8%/22.5%。

——全球支付，2025~2027 年对应收入分别是 8.2 亿元、9.8 亿元、12.7 亿元，同比增速分别为 13.8%/10.8%/7.1%。其中，在交易流水方面，我们的预计分别是 2843.2 亿元、3412.8 亿元、4435.3 亿元，综合费率维系 0.29% 的水平。考虑到跨境贸易的长期前景，以及公司在 2024 年新取得的卢森堡 EMI 牌照和香港 VATP 牌照，我们认可公司在全球支付业务领域的增速高于境内支付。

——境内支付，2025~2027 年对应收入分别是 3.8 亿元、4.2 亿元、4.4 亿元，同比增速分别为 10.7%/10.0%/10.0%。其中，在交易流水方面，我们的预计分别是 34500.0 亿元、37950.0 亿元、39847.5 亿元，综合费率维系 0.01% 的水平。

增值服务：考虑到跨境商户和企业面对复杂化运营、税费、汇兑等方面的诉求以及对数字化营销的需求提升，我们认为增值服务的增速要略高于支付业务本身。预计 2024~2027 年收入复合增速 16.4%，2025~2027 年对应收入分别是 1.7 亿元、1.9 亿元、2.3 亿元，同比增速分别为 15.0%/15.0%/20.0%。

此外，公司还有部分收入来自于投资物业产生的少许租金，我们预计该部分收入在未来保持相对稳定。

（2）成本端：

由于公司的跨境支付业务具有一定竞争壁垒，而境内支付面临较为复杂的竞争格局，增值服务处于前期扩张阶段，因此我们预计公司全球支付业务维系高毛利率，境内支付和增值服务随着收入增长，毛利率小幅下降。预计公司 2025~2027 年整体毛利率分别为 50.3%、50.3%、51.4%。

（3）费用端：

考虑到公司的品牌效应和支付技术平台的可复用性，我们认为随着公司 TPV 的持续增长，研发费用率、管理费用率、销售费用率将面临一定程度的下降，盈利能力有望改善。预计 2025~2027 年公司的研发费用率/分别为 24.0%/23.0%/21.0%，管理费用率分别为 35.0%/33.0%/30.0%，销售费用率分别为 20.0%/18.0%/16.0%。

同时，由于支付业务扩张带来的客户沉淀资金规模增长，将为公司带来稳定的其他收入（利息），预计 2025~2027 年该收入约为 1.8 亿元、2.0 亿元、2.2 亿元。

表 2:盈利预测简表

单位: 百万 CNY	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	742.7	1028.3	1315.0	1381.7	1608.1	1961.4
同比增速	15.4%	38.4%	27.9%	5.1%	16.4%	22.0%
数字支付服务收入	630.1	874.2	1150.6	1195.5	1396.6	1711.3
占比	84.8%	85.0%	87.5%	86.5%	86.8%	87.2%
增值服务收入	91.1	133.5	146.2	168.1	193.3	232.0
占比	12.3%	13.0%	11.1%	12.2%	12.0%	11.8%
其他	21.6	20.5	18.1	18.1	18.1	18.1
同比增速	2.9%	2.0%	1.4%	1.3%	1.1%	0.9%
归母净利润	-916.5	-656.1	-168.2	1889.7	-109.0	-2.2
EBITDA (Non-GAAP)	-874.7	-610.1	-525.5	1704.4	-106.0	-13.4
经调整 EBITDA (Non-GAAP)	-822.4	-359.2	-280.3	1941.8	131.5	224.0
经调整净利润 (Non-GAAP)	-864.6	-647.2	78.7	83.2	130.0	236.7

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

3.2 相对估值: 采用 P/S 可比公司法

由于连连数字的营收增速稳定但主营业务盈利能力仍然在早期阶段,且公司已将连连公司的部分股权出售,因此对公司整体采用 P/S 可比公司法进行估值。

以下是我们选取的可比公司,其中包括境外收单公司、境外支付公司、银行清算卡组织、海外跨境支付服务商等,这些公司的主要业务在连连的业务体系中均有不同程度的覆盖。

与较为成熟的海外支付龙头相比,公司的 PS 估值享有溢价,与海外成熟的卡组织相比,公司的 PS 估值较低,由于公司从事的是跨境支付以及拥有与美国运通的合资公司股权,因此,我们认为公司的 PS 估值水平应位于二者之间,未来三年公司动态 PS 有望从当前的 4.4x/3.7x/3.1x 修复到 7x 左右。

表 3:可比公司估值(亿元,市值换算为 CNY)

证券	公司	2025/4/24	营业收入(亿元)				动态 PS				
代码	简称	市值	2022A	2023A	2024A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
2598.HK	连连数字	60.3	7.4	10.3	13.1	8.1	5.9	4.6	4.4	3.7	3.1
PYPL.O	贝宝(PAYPAL)	4,564.2	1,916.5	2,108.6	2,285.7	2.4	2.4	2.4	-	-	-
DLO.O	DLOCAL	186.3	29.2	46.1	53.6	6.4	6.4	6.4	-	-	-
FLYW.O	FLYWIRE	77.5	20.2	28.5	35.4	3.8	3.8	3.8	-	-	-
FOUR.N	SHIFT4 PAYMENTS	518.0	138.8	181.7	239.4	3.7	3.7	3.7	-	-	-
XYZ.N	BLOCK	2,568.1	2,081.0	2,344.4	2,517.5	1.2	1.2	1.2	-	-	-
V.N	VISA	44,965.7	2,081.0	2,344.4	2,517.5	21.6	21.6	21.6	-	-	-
MA.N	万事达卡(MASTERCARD)	35,197.0	1,548.7	1,777.6	2,024.8	22.7	22.7	22.7	-	-	-
-	均值	12,582.4	1,116.5	1,261.6	1,382.0	8.8	8.8	8.8	-	-	-

资料来源: Wind, 中信建投证券

报表预测

图 9:利润表（百万元）

年报	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表								
收入:								
数字支付服务	538	588	630	874	1,151	1,195	1,397	1,711
— 全球支付	378	441	479	656	808	816	979	1,273
— 境内支付	160	147	151	218	343	380	417	438
增值服务	8	22	91	134	146	168	193	232
其他	43	34	22	21	18	18	18	18
主营业务收入合计	589	644	743	1,028	1,315	1,382	1,608	1,961
成本:	-210	-204	-277	-451	-632	686	799	953
毛利:	378	439	466	577	683	695	809	1,008
期间费用:								
销售费用	-69	-90	-139	-192	-248	-276	-289	-314
管理费用	-290	-263	-258	-480	-561	-484	-531	-588
研发费用	-124	-174	-210	-268	-319	-332	-370	-412
其他收入	25	18	27	108	212	179	196	222
其他（亏损）/收益	58	4	15	280	-28	2,045	0	0
金融资产减值准备	2	0	-1	-2	-6	-6	-6	-6
期间费用与减值合计	-398	-505	-566	-554	-950	1,127	-1,001	-1,098
营业利润:	-20	-66	-100	23	-268	1,822	-192	-90
其他损益:								
财务费用净额	9	22	4	-10	-12	57	49	59
— 财务收入	16	23	8	3	8	69	62	75
— 财务费用	-7	-1	-4	-13	-20	-11	-13	-16
应占一家联营公司之亏损	-328	-687	-805	-665	-293	176	30	30
税前利润	-339	-730	-901	-652	-572	2,055	-113	-1
所得税	-30	-16	-16	-2	405	-164	6	0
净利润	-369	-747	-917	-654	-167	1,891	-107	-1
少数股东损益	-1	0	0	2	2	1	2	1
归母净利润	-368	-747	-917	-656	-168	1,890	-109	-2

数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券

图 10:资产负债表（百万元）

年报	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	9,224	8,475	10,146	10,468	14,539	17,610	19,868	23,541
非流动资产	582	878	673	754	875	622	676	751
物业、厂房及设备	120	129	133	121	120	120	123	129
使用权资产	18	22	16	19	29	45	47	53
投资物业	194	181	169	165	161	161	161	161
无形资产	14	18	19	17	19	24	26	30
递延税项资产	18	12	5	18	425	149	197	257
按权益法核算的投资	98	391	206	293	0	0	0	0
按公允价值计入损益之其他综合收益金融资产	21	38	44	39	51	45	45	47
按公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	99	88	83	82	69	78	77	75
流动资产	8,643	7,597	9,473	9,713	13,664	16,988	19,192	22,790
预付款项、其他应收款及其它资产	181	34	340	79	158	74	618	99
贸易应收款	16	33	41	68	93	88	107	132
按公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	353	188	189	192	284	222	232	246
贷款及保理应收款	157	0	0	0	0			
存货	1	1	1	1	0			
客户资金及受限制现金	6,634	6,471	8,757	9,184	12,607	11,955	13,966	17,113
现金及等价物	1,300	871	146	190	522	4,649	4,268	5,201
总负债	6,642	6,557	9,086	9,874	13,303	14,482	16,847	20,521
非流动负债	10	15	176	165	164	186	215	258
借款	0	0	159	148	137	166	193	235
租赁负债	9	12	5	8	15	9	10	11
递延所得税负债	0	1	0	0	0	0	0	0
递延收入	0	2	12	9	13	11	11	12
流动负债	6,633	6,542	8,910	9,709	13,139	14,296	16,633	20,263
贸易应付款	20	25	39	76	75	63	71	70
合同负债	5	7	10	13	10	11	11	11
应付所得税	12	3	5	9	7	7	8	7
借款	0	0	105	290	342	387	450	549
租赁负债	6	10	9	10	13	11	11	12
应计费用及其他应付款	6,590	6,496	8,742	9,312	12,692	13,817	16,081	19,614
所有者权益	2,582	1,918	1,060	594	1,236	3,128	3,021	3,020
股本	1,015	1,015	1,015	1,015	1,079	1,079	1,079	1,079
其他储备	1,927	2,010	2,067	2,255	2,998	3,000	3,000	3,000
留存收益	-361	-1,107	-2,024	-2,681	-2,849	-959	-1,068	-1,070
少数股东权益	1	1	2	4	7	8	10	11

数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券

图 11:现金流量表（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金流量表								
经营活动								
经营活动产生的现金流量净额	-5	-25	-7	-8	-8	7	5	6
	-1%	-4%	-1%	-1%	-1%	1%	0%	0%
投资活动								
投资活动现金流量净额	-153	0	-300	0	0	0	0	0
融资活动								
筹资活动产生的现金流量净额	0	0	0	0	0	4,080	0	0
现金及现金等价物净增加额	1,299	-6	243	149	569	4,080	5	6
期初现金及现金等价物余额	872	-429	-732	42	327	522	4,649	4,268
汇率变动对现金的影响	430	1,300	871	146	190			
期末现金及现金等价物余额	-2	0	6	2	5	4,649	4,268	5,201

数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券

风险分析

市场竞争加剧：数字支付解决方案市场竞争白热化，公司面临银行、大型支付平台及第三方支付机构的多维竞争。据 Frost&Sullivan 数据，截至 2022 年底，超 190 家第三方支付机构获央行支付业务许可证，其中 100 余家持有数字支付牌照，30 余家获批跨境外汇支付试点。国际市场中，公司亦与跨境及本地支付机构形成直接竞争。若竞争持续升级，公司将面临支付费率下滑、市场份额收缩、财务与经营业绩承压等挑战。另外，在盈利预测中，我们对全球支付费率的假设是基本与此前持平，但若市场竞争超出预期，费率下降 10%，以 2024 年收入体量计，可能会造成营收减少 8000 万元左右。

贸易摩擦风险：公司核心业务聚焦跨境支付，服务中国及海外贸易商家。海外政治经济政策波动引发的贸易摩擦，将直接冲击跨境贸易及支付行业，对公司现有业务、扩张计划及经营业绩构成重大风险。

限售股解禁风险：公司 3.31%限售股已于 2024 年 9 月 28 日解禁，35.27%限售股将于 2025 年 3 月 28 日解禁。大额解禁及股东减持可能对股价形成短期下行压力。

分析师介绍

赵然

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士，base 上海。上海交通大学金融科技行研团队成员。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融 IT 系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6 年证券研究的工作经验。2018 年 wind 金融分析师（金融工程）第二名 2019 年、2020 年 Wind 金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名

吴马涵旭

复旦大学硕士，资深分析师，主要覆盖证券业/监管政策/金融科技(支付/信贷/理财)/AIGC+金融等。

研究助理

何泾威

hejingwei@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk